

## L'investissement en quête de financements (\*)

*Les chocs politiques à répercussions économiques ont été nombreux depuis le début de l'année dernière ; les plus importants pour la conjoncture des pays de l'OCDE ont été la réunification de l'Allemagne, et la crise puis la guerre du Golfe. Les conjonctures en ont été plus ou moins déviées de leur cheminement. La réunification a évité à l'Allemagne de l'Ouest un ralentissement d'activité en 1990 et amoindri celui de bon nombre de pays européens. Les événements du Golfe ont au contraire précipité et temporairement amplifié le mouvement de repli des activités économiques dans la quasi totalité des pays industrialisés.*

*De plus les politiques monétaires des grands pays s'étaient relâchées fin 1989 en réaction au mini-krach d'octobre ; trois trimestres plus tard, comme cela avait été le cas (mais de manière alors plus massive) après le relâchement consécutif au krach boursier d'octobre 1987, il s'en est suivi un rebond de la croissance.*

*Enfin, les marchés ont bien souvent réagi très vite aux anticipations, de sorte que les effets ont parfois précédé les causes. Il en est allé ainsi de la hausse du prix du pétrole entre le mois d'août et le mois de novembre 1990, en partie motivée par l'anticipation de destructions liées à la guerre et qui finalement n'ont pas eu lieu. Il en fut de même des hausses des taux d'intérêt allemands par anticipation du coût de l'unification.*

*Ces perturbations ont donné depuis l'été 1990 aux évolutions de court terme un caractère heurté qui risque de conduire à des interprétations erronées du passé et, partant, à de fréquentes révisions des tendances attendues pour les semestres à venir. Ainsi, à lire la chute des productions du second semestre 1990 comme la conséquence de la seule crise du Golfe, on risquerait de conclure que, la guerre étant finie, le redémarrage est partout imminent. Cela ne nous semble pas exact. Les économies occidentales étaient engagées au début de 1990 dans des retournements cycliques : pays anglo-saxons au seuil de récessions, pays européens au bord de ralentissements marqués. Ceux-ci se sont*

---

(\*) 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, Claude Bourry, Thomas Fricke et Christine Riffart, la partie française par Françoise Milewski avec la collaboration de Pascal Garaude et Hervé Péleraux.

concrétisés par à coups. L'excès de croissance dû au relâchement monétaire a pris fin à l'été 1990 ; l'insuffisance de croissance due à l'attentisme lié au Golfe a pris fin en mars 1991 ; la croissance additionnelle due à la réunification allemande touchera à sa fin au cours des prochains mois.

Une reprise technique pourrait être observée au printemps dans de nombreux pays, le cheminement sous-jacent étant retrouvé au troisième trimestre 1991 (sous réserve que n'interviennent pas de nouveaux chocs). Les économies anglo-saxonnes renoueraient alors avec une croissance modérée, le Japon avec de moindres tensions sur l'offre et les économies européennes autres que l'Allemagne avec une reprise plus vive. L'Allemagne atteindrait un point bas conjoncturel fin 1991.

Ces évolutions de l'économie réelle se dérouleront sur fond d'inflation partout bien maîtrisée et de rééquilibrage des balances courantes, tout particulièrement entre les trois grands pays industrialisés. En conséquence, les politiques monétaires pourront se détendre et permettre de nouvelles baisses de taux d'intérêt.

En France, le PIB ne progresserait que de 1,3 % en 1991. L'investissement cesserait de progresser plus vite que la consommation, à l'inverse des années récentes, bridé par une demande peu porteuse et une situation financière dégradée. La formation des stocks serait nettement ralentie et contribuerait négativement à la croissance. En 1992, la progression du PIB pourrait atteindre 3 % ; reprise de la demande et amélioration des profits grâce à l'ajustement des effectifs opéré en 1991 permettraient un ralentissement du coût salarial unitaire et une accélération de la croissance de la productivité et de l'investissement. La progression des importations serait un peu supérieure à celle des exportations. Faible déficit extérieur et nouveau ralentissement de l'inflation complètent l'image d'une croissance équilibrée, encore trop faible cependant pour que le chômage recule sensiblement, après la forte hausse de 1991.

Depuis août dernier la crise puis la guerre du Golfe ont encore allongé la liste des bouleversements politiques à répercussions économiques : abandon du modèle socialiste en Europe et réunification de l'Allemagne. La fin du Thatcherisme, symbole dépassant les frontières britanniques, peut sans doute aussi y figurer. Est-ce à dire que les modes de raisonnement économique qui prévalaient au premier semestre 1990 ont été remis en cause ? Non, pour l'essentiel. Des inflexions ont certes marqué le cheminement de l'économie mondiale tel qu'on pouvait l'imaginer avant, tout particulièrement en Europe de l'Est et dans certains pays en voie de développement. Mais pour la plupart des pays de l'OCDE hormis l'Allemagne, les chocs précités n'ont que peu dévié les économies de leur trajectoire antérieure et ne semblent pas avoir affecté cette trajectoire elle-même. Ainsi les pays anglo-saxons

qui s'acheminaient vers la récession sont entrés en récession, tandis qu'en Europe continentale le ralentissement conjoncturel a simplement été un peu retardé et amoindri par l'unification allemande, un peu accéléré et amplifié par la crise du Golfe, la première ayant du reste importé plus que la seconde.

Une fois de plus les anticipations ont joué un rôle crucial dans l'évolution de certaines variables économiques. Les erreurs de prévision les plus communément répandues durant cette période tiennent au fait que les opérateurs sur les marchés, prenant acte des prévisions économiques, y ont réagi immédiatement. De la sorte, les effets ont bien souvent précédé les causes, au point parfois de modifier le cheminement spontané de ces causes. L'analyse rétrospective ne s'en trouve pas simplifiée, car elle prête elle aussi matière à débat dans de telles conditions : la seule lecture des chiffres n'a pas valeur de preuve, toute description devient plus que jamais interprétation.

Le guide de lecture du passé récent que l'on adoptera ici est le suivant : à l'exception de l'Allemagne de l'Ouest, tous les grands pays de l'OCDE étaient engagés au premier semestre 1990 dans la voie d'un ralentissement conjoncturel. La crise du Golfe a accentué cet état de choses. Les pays engagés le plus tôt dans le creux conjoncturel vont enregistrer les reprises les plus précoces, c'est-à-dire dès l'été 1991 pour les Etats-Unis. L'Europe continentale risque en revanche de rester en période de basses eaux jusqu'à la fin de l'année, moment où l'Allemagne aussi accusera un fléchissement marqué de son dynamisme. 1992 serait alors l'année d'une reprise généralisée, mais les pays anglo-saxons resteront handicapés par des difficultés structurelles profondes. Cela signifie pour la France un environnement international défavorable puis modérément porteur en termes de marchés extérieurs, mais moins contraignant financièrement qu'au cours des années récentes.

## **De l'été 1990 au printemps 1991 : les causes du ralentissement de l'économie mondiale**

Les cycles conjoncturels qui caractérisent tous les pays industrialisés, et qui ne revêtent bien sûr ni l'apparence de la régularité ni celle de la simultanéité, ont été soumis au cours des trimestres récents à des chocs d'ordre politique. Une vision d'ensemble du jeu combiné de ces deux déterminants sera présentée avant que ne soient exposées les spécificités propres à chaque pays.

## Cycles et chocs : une vision d'ensemble

A la fin du mois de juillet 1990, les économies industrialisées étaient engagées dans la voie d'un ralentissement inégal. Celui-ci était admis par tous les observateurs, mais les pronostics variaient beaucoup quant à la durée et à l'ampleur du creux conjoncturel. A la fin du mois de mars 1991, les pays anglo-saxons sont engagés dans des récessions relativement profondes, tandis que l'Europe occidentale — Allemagne de l'Ouest exceptée — connaît une décélération de son activité qui menace dans certains cas de déboucher sur une franche baisse.

Entre ces deux dates, le Moyen-Orient a été marqué par une période de crise politique aigüe puis de guerre. Ces développements politiques ont-ils provoqué le marasme économique ? Ou bien ont-ils simplement précipité et amplifié des phénomènes économiques qui de toutes façons auraient eu lieu ? La réponse apportée à cette question conditionne largement la prévision. Si la crise politique est responsable des perturbations économiques récentes, alors la fin de la guerre peut laisser espérer une reprise prochaine et vive. Si elle n'en constitue qu'un élément d'explication secondaire, il faut s'interroger sur les tendances de fond des fluctuations propres de chacune des grandes économies. C'est la seconde trame de lecture qui est retenue ici.

### **La situation au 31 juillet 1990 : la phase descendante du cycle était amorcée**

L'indicateur très agrégé qu'est la production industrielle offre une image ambiguë de la situation à la fin juillet <sup>(1)</sup>. Une croissance plus vive apparaît en effet dans plusieurs pays au deuxième ou au troisième trimestre. S'agissait-il d'un redémarrage après un « creux » conjoncturel qui aurait simplement pris la forme d'une pause dans la croissance ? Nous ne le pensons pas. Il s'agit plus probablement d'un rebond dû à une conjonction de facteurs exceptionnels et temporaires, notamment aux conséquences du relâchement monétaire intervenu fin 1989 aux Etats-Unis, au Japon et au Royaume-Uni en réponse au mini-krach boursier d'octobre 1989. L'observation de deux autres types d'indicateurs le montre clairement. D'une part, les enquêtes auprès des agents économiques indiquent <sup>(2)</sup> que les mécanismes du ralentissement étaient

---

(1) Les graphiques conjoncturels sont regroupés dans les pages jaunes constituant le Cahier de graphiques figurant à la fin de la revue.

(2) Dans les pays européens autres que l'Allemagne de l'Ouest, les entreprises anticipaient sans aucun doute possible une franche détérioration de la situation : les appréciations portées sur les carnets de commande baissaient depuis le début de 1988 au Royaume-Uni, le début de 1989 en Italie et la mi-1989 en France. Simultanément, les appréciations portées sur les stocks montraient une accumulation involontaire de ceux-ci (cf. le cahier de graphiques précité à la fin de la revue). Aux Etats-Unis, l'enquête auprès des consommateurs reflétait une baisse de confiance à partir des derniers mois de l'année 1989.

enclenchés de longue date dans la plupart des pays, et qu'ils n'avaient nullement touché à leur terme. D'autre part, l'évolution des éléments de la demande finale et des conditions de l'offre globale témoignait de l'arrivée dans la phase descendante du cycle (cf. encadré 1).

## **1. Les déterminants du cycle**

Pour une part, le caractère cyclique de l'activité économique découle des effets de parc dans les secteurs où les biens sont stockés et non pas détruits au moment où ils sont utilisés. Pour les ménages, il s'agit de la consommation de biens durables et de l'investissement en logement ; pour les entreprises, il s'agit de l'investissement productif (bâtiments et équipements) et des stocks (matières premières, produits semi-finis et produits finis au stade de la production, produits finis aux différents stades de la distribution). Lors des phases de reprise puis d'expansion, les agents économiques acquièrent de tels biens pour en renouveler et étendre le parc. Au fil du temps, cette acquisition s'opère au prix d'un endettement croissant. Vient un moment où d'une part les besoins jugés les plus importants sont satisfaits, et où d'autre part le niveau d'endettement rapporté au revenu est jugé excessif (par les agents débiteurs et par leurs créiteurs). Les éléments de la demande précités fléchissent alors ; les autres sont aussi contraints au ralentissement, en raison de la moindre progression des revenus et éventuellement de sa baisse lorsque la chute de la production entraîne celle de l'emploi et met en jeu dans un sens récessif des mécanismes tels que l'accélérateur de l'investissement.

Du côté de l'offre, si l'on s'en tient aux relations entre production et outil de production, on ne peut empêcher qu'à l'approche du plein emploi des capacités de production ne se manifeste un ralentissement des gains de productivité. La conséquence inévitable est que moins de ressources nettes sont créées dans l'économie et donc moins de capitaux issus des revenus de la production sont disponibles au moment même où :

- les besoins d'investissement s'accroissent par suite de la saturation des capacités existantes ;
- la baisse des taux de chômage modifie les rapports de force dans les négociations salariales ;
- la prise en compte de la croissance passée a renforcé l'idée qu'il y a un potentiel de richesses à distribuer et suscite des exigences de progression rapide du pouvoir d'achat.

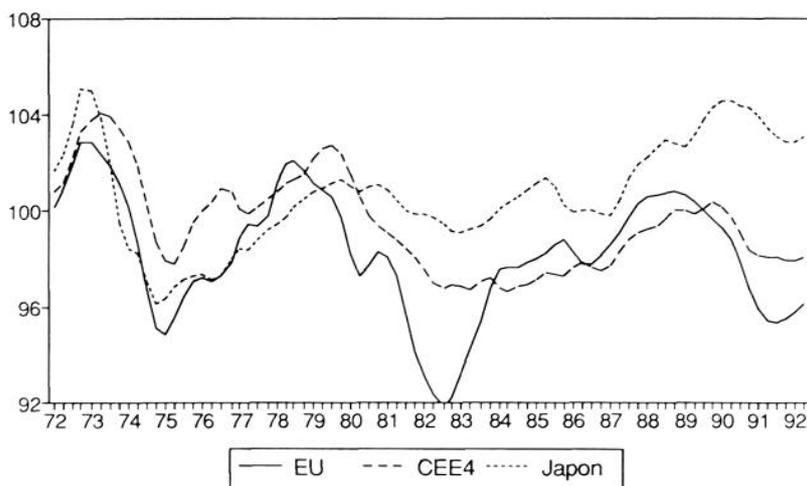
Les tensions accrues sur le partage de la valeur ajoutée et la montée de l'endettement conduisent en général les autorités monétaires à mettre en œuvre des politiques restrictives qui déclenchent ou accentuent le ralentissement. La situation du Royaume Uni est exemplaire à cet égard, les revendications salariales étant devenues sans aucune mesure avec des gains de productivité inexistantes, la politique monétaire s'est rapidement durcie jusqu'à précipiter l'entrée en récession.

Aux Etats-Unis, la consommation de biens durables augmentait depuis 8 ans (contre 4 ans lors du précédent cycle) lorsqu'elle a amorcé un fléchissement fin 1989 ; la consommation de biens non durables stagnait depuis la mi-1989. La baisse des mises en chantier amorcée en 1988 prenait en 1989 l'allure d'un effondrement, laissant attendre celui de l'investissement en logements qui stagnait depuis le début de 1987. L'investissement en bâtiment des entreprises stagnait depuis la mi-1986 tandis que la croissance de l'investissement en équipements se ralentissait fortement depuis le début de 1989. Au Royaume-Uni, les immatriculations de voitures baissaient fortement depuis le printemps 1989 et plus généralement la consommation de biens durables était orientée à la baisse. La diminution de l'investissement en logements était entamée depuis le début de 1989 ; l'investissement des entreprises, après avoir vu sa croissance se ralentir, diminuait au second trimestre 1990 et les projets des entreprises faisaient état de fortes chutes à venir. Des signes de même nature mais de bien moindre ampleur caractérisaient la plupart des pays européens autres que l'Allemagne de l'Ouest.

Côté offre par ailleurs, des tensions inflationnistes apparaissaient. Elles étaient dues à une plus grande utilisation des facteurs de produc-

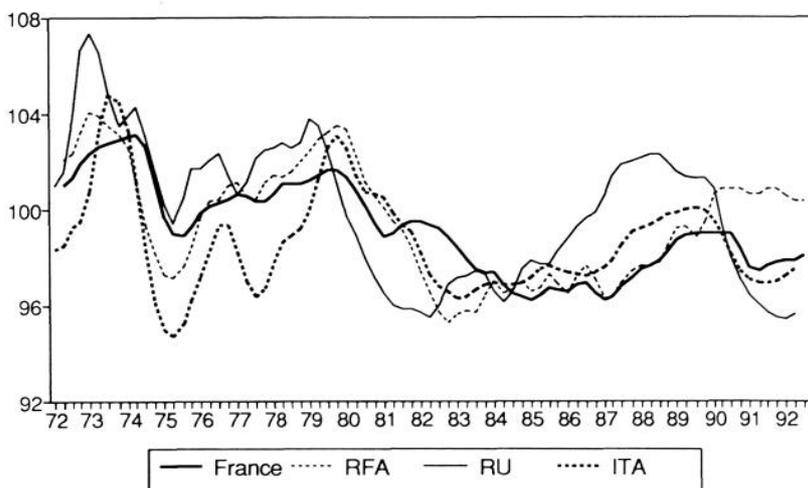
1. PNB réel/PNB potentiel en %

a. Etats-Unis, Japon, CEE à 4



Sources : OCDE, calculs OFCE.

b. France, Allemagne de l'Ouest, Royaume-Uni, Italie



Sources : OCDE, calculs OFCE.

tion : les taux d'utilisation des capacités productives s'approchaient de la saturation, les taux de chômage des seuils au-delà desquels les revendications salariales excèdent les gains de productivité qui précisément se ralentissent à ce moment là. Au Japon, les capacités productives étaient saturées et le marché du travail de plus en plus tendu.

Les tensions sur le partage de la valeur ajoutée, jointes à un endettement croissant, conduisent souvent les autorités économiques — et tout particulièrement les autorités monétaires — à mettre en œuvre des politiques restrictives qui déclenchent ou accentuent le ralentissement des éléments de la demande concernés ainsi que de l'offre. Une mesure synthétique de ces phénomènes est fournie par la comparaison entre le PNB effectif et le PNB potentiel<sup>(3)</sup>. Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, le premier était déjà rappelé vers le second depuis plusieurs trimestres (graphique 1).

### **Du 2 août 1990 au 15 janvier 1991 : le mini-choc d'une guerre annoncée**

Dans un contexte politique incertain<sup>(4)</sup>, les anticipations ont joué dans les pays de l'OCDE un rôle au moins aussi important que les conséquences économiques constatées. D'une certaine manière, les effets d'une guerre étaient déjà intégrés par plusieurs marchés dès cette période, mais pas nécessairement les effets de la guerre telle qu'elle s'est finalement déroulée. Pour les pays n'appartenant pas à l'OCDE, les conséquences économiques réelles ont été plus importantes<sup>(5)</sup>.

Le prix du pétrole, qui s'établissait à 17,8 \$/baril en juillet 1990 (prix du Brent de mer du nord), a reflété les mois suivants les probabilités attachées aux événements politiques. Il était généralement admis<sup>(6)</sup> que la destruction du quart des capacités saoudiennes ferait culminer le baril à 60 \$ pendant quelques mois (l'hypothèse d'une victoire militaire irakienne n'était pas considérée comme crédible). En fait, le prix n'a

---

(3) Pour cette notion comme pour celle des seuils inflationnistes du taux de chômage, cf. la chronique de conjoncture d'octobre 1990 : « Drôle de choc », *Revue de l'OFCE* n° 33.

(4) Le 2 août 1990, l'Irak envahissait le Koweït. Un embargo puis un blocus étaient décidés à son encontre dans les jours qui suivaient. Une coalition de pays envoyait des forces armées sur place à partir de septembre. Un ultimatum était lancé, qui expirait le 15 janvier 1991. La probabilité que cette situation débouche sur une guerre est allée croissante, au-delà de phases où un règlement diplomatique semblait pouvoir l'emporter. La date, la durée et l'étendue de la guerre faisaient l'objet d'appréciations diverses.

(5) Ceux des pays en voie de développement et dans une moindre mesure ceux des pays d'Europe de l'Est qui sont importateurs de pétrole étaient atteints par la hausse du prix du baril, et les anticipations en la matière y revêtaient une importance plus grande que pour les pays anciennement industrialisés. Par ailleurs les pays proches de la région, notamment l'Égypte, ou des pays plus lointains tels que le Pakistan ou les Philippines étaient touchés par le retour massif de leurs ressortissants travaillant en Irak et surtout au Koweït, secondairement en Arabie Saoudite. L'économie de la Jordanie était désorganisée par le transit et l'accueil de ces populations ainsi que par les conséquences du blocus. Le blocus affectait aussi, quoique dans une moindre mesure, la Turquie. Les recettes touristiques, importantes pour de nombreux pays de la région, s'effondraient.

(6) Cf J. Adda : « Pétrole : la crise, et après ? », *Lettre de l'OFCE* n° 78, 11 octobre 1990.

jamais quotidiennement dépassé 41 \$ (niveau atteint les 9 et 10 octobre). En moyenne mensuelle, il a culminé <sup>(7)</sup> à 35 \$ en octobre, n'était que de 32 \$ en novembre puis 27 en décembre. Durant la première quinzaine de janvier, le prix du baril ne s'établissait plus qu'à 26,2 \$ en moyenne. Cela traduisait à la fois une plus grande confiance dans une victoire militaire rapide des forces de la coalition, sans grandes destructions saoudiennes, et le fait que le stockage des mois précédents avait été tel que l'offre dépassait largement la demande potentielle. Néanmoins, à la veille de la guerre, la plupart des prévisions consistaient à attendre une flambée des prix durant les premières semaines du conflit.

La réaction effective et anticipée des politiques économiques à ces évolutions effectives et anticipées du prix du pétrole a été diverse selon les pays. L'impact de ce « 3<sup>e</sup> choc pétrolier » a partout été analysé comme moindre que celui des deux précédents. Non seulement la hausse en elle-même semblait devoir être d'une ampleur moindre, mais encore les économies étaient moins dépendantes du pétrole et surtout mieux armées institutionnellement et socialement pour éviter qu'elle n'enclenche à travers les salaires une spirale inflationniste. Il était considéré que la hausse des prix se trouverait augmentée d'1 point de pourcentage en moyenne en année pleine si le baril se maintenait à 30 \$ (de 0,5 à 1,5 point selon les pays, la France étant comme souvent représentative de la moyenne) et le PNB réel abaissé d'autant. Selon que les pays étaient engagés dans un ralentissement prononcé ou une phase de surchauffe, ils n'ont pas privilégié le même objectif. Les Etats-Unis ont assoupli leur politique monétaire, l'Allemagne de l'Ouest et le Japon ont au contraire durci la leur, suivis en cela par la plupart des pays européens. La France est allée plus loin encore en affichant dès le début de la crise le souci de mettre en œuvre ou de renforcer une politique de rigueur passant notamment par la voie budgétaire pour faire face au mini-choc pétrolier.

De juillet à décembre, les rythmes de hausse des prix à la consommation ont effectivement suivi le cheminement prévu : le prix du pétrole y a été rapidement répercuté et n'a pas entraîné de processus cumulatifs.

Les agents économiques privés ont réagi aux évolutions effectives et anticipées du prix du pétrole et des politiques économiques, et plus généralement au climat d'incertitude ambiant, par des comportements attentistes dont la réalité est difficile à appréhender statistiquement. La perte de pouvoir d'achat impliquée par les hausses constatées du prix de l'énergie est demeurée modeste et n'a pas duré longtemps. Il est possible qu'aux Etats-Unis la brutale dégradation du climat de con-

---

(7) Le 28 juillet, à l'issue de la conférence OPEP, le prix de référence avait été fixé à 21 \$. L'embargo décrété envers l'Irak et donc le Koweït privait brutalement le marché de 15 % de la production de l'OPEP, provoquant une hausse des prix immédiate reflétant l'excès de la demande sur l'offre. Dans les semaines qui ont suivi, l'augmentation de la production d'autres pays membres de l'OPEP — au premier rang l'Arabie Saoudite — a permis de compenser ce déficit toutes choses égales par ailleurs, c'est à dire de satisfaire la demande hors stockage de précaution ou de « spéculation ». Mais un tel stockage est venu accroître la demande, alimenté à la fois par le souci d'anticiper les hausses de prix futures et par celui de se prémunir contre une éventuelle pénurie. Les hausses de prix futures auraient résulté de la destruction de capacités productives pétrolières saoudiennes.

fiance des consommateurs se soit traduite par des rétentions d'achat : le contexte incitait à l'aggravation des craintes concernant le chômage. Il est plus vraisemblable toutefois que la crise politique a servi de catalyseur au mouvement inéluctable de diminution des achats de biens durables et d'investissement en logement : la demande a été abaissée, et non pas différée. L'attentisme des ménages a sans doute été moindre en Europe, où une augmentation massive du chômage n'était pas à l'ordre du jour sauf au Royaume-Uni. Les entreprises ont subi une hausse modérée du coût de leurs intrants. Leur attentisme a sans doute été plus important que celui des ménages, l'incertitude constituant à l'évidence un frein à l'investissement comme à l'embauche ; il semble toutefois que la crise ait servi de prétexte à des décisions souhaitées depuis quelque temps et n'ait donc fait qu'accélérer les choses.

### **Du 16 janvier à fin mars 1991 : un dénouement militaire sans bouleversements économiques dans l'OCDE**

Hormis l'Irak et le Koweït, où les destructions humaines et matérielles ont été considérables, la guerre n'a pas eu de conséquences économiques majeures.

La plupart des prévisionnistes pensaient que le prix du pétrole s'accroîtrait rapidement dans les jours suivant l'éclatement d'un conflit militaire ; qu'en conséquence les politiques monétaires se durciraient et donc que les taux d'intérêt s'élevaient ; que les Bourses baisseraient fortement ; et que le dollar jouerait un rôle de valeur refuge tant que l'issue de la guerre n'apparaîtrait pas clairement, avant sans doute de baisser notablement. Il s'est passé à peu près le contraire. Pourquoi ? Trois éléments-clé expliquent cette erreur de jugement.

Le premier relève de l'erreur classique de prévision : l'application de prévisions anciennes à une situation nouvelle. Les calculs effectués par les experts en octobre concernant le prix du pétrole ont sans doute été abusivement utilisés sans modification substantielle au cours des mois suivants. La situation du marché pétrolier trois mois plus tard était notablement différente : des stocks importants avaient été accumulés entre temps, et les besoins sont nettement moins importants à la fin de l'hiver qu'à son début. Par ailleurs, les armées de la coalition installées dans le Golfe étaient plus importantes à la mi-janvier qu'on ne l'imaginait généralement en octobre. En conséquence, la probabilité de destruction de puits ou raffineries saoudiennes était devenue extrêmement faible, fait qui a été confirmé dès les premiers jours du conflit.

Le second procède d'une erreur de prévision d'un type un peu nouveau et qui risque de se reproduire, ou au contraire d'appeler des corrections de pronostic excessives ; il concerne la mauvaise prise en compte du jeu des anticipations. Les marchés dans leur ensemble ont tiré acte des prévisions économiques et ont agi en conséquence, devançant les évolutions pour ne point les subir. La hausse du prix du pétrole impliquée par une éventuelle destruction de capacités saou-

diennes a eu lieu, mais entre septembre et décembre ; c'est du reste pourquoi à l'issue de la guerre le risque majeur était celui d'un effondrement du prix du baril. La hausse des taux d'intérêt, ou dans de nombreux cas leur résistance à la baisse, a également eu lieu au cours de cette période. Il en va de même pour les cours boursiers où le taux de change du dollar : le dernier aurait baissé plus qu'il ne l'a fait entre septembre et décembre s'il n'avait pas dès ce moment là joué un rôle de valeur refuge.

Le troisième échappe au domaine des économistes : différents scénarios étaient avancés par les experts militaires et politiques, parmi lesquels une défaite rapide et massive de l'Irak n'était pas l'hypothèse la plus communément admise.

Les conséquences de la guerre en matière de prix du pétrole, taux d'intérêt, taux de change et cours en Bourse se sont donc produites avant la guerre elle même. Il en va de même pour les retombées sur l'appareil productif et les budgets des pays de l'OCDE militairement engagés dans le conflit. Le chiffre de 100 milliards de dollars couramment avancé dans la presse pour le « coût » budgétaire américain ne correspond nullement à une dépense de 100 milliards durant la période août 1990 - février 1991. Il retrace simplement ce qu'il en coûterait pour reconstituer dans son intégralité l'arsenal américain à l'issue de ce conflit. Or les Etats-Unis disposaient de stocks d'armes (au sens large) excédentaires à l'issue du gonflement du budget militaire durant la décennie Reagan, au moment où les nouvelles perspectives politiques en Europe de l'Est mettaient un certain désarmement à l'ordre du jour. Les Etats-Unis ne reconstitueront pas ce stock : il s'agit en quelque sorte d'une guerre payée par avance. Qui plus est, les dépenses effectivement supportées, de l'ordre de 50 milliards de dollars (incluant notamment d'importantes dépenses en énergie) seront payées par des pays étrangers. Certains pays du Golfe, l'Allemagne, le Japon et des pays asiatiques ont commencé début 1991 à verser aux Etats-Unis les sommes correspondantes. D'un strict point de vue économique, cela s'apparente pour les Etats-Unis à une exportation de biens et services et non pas à une dépense budgétaire. Il en va de même, à moindre échelle, pour le Royaume-Uni et la France.

La guerre ayant consisté en la liquidation d'une fraction du stock d'armes et ayant été brève, son impact sur la production industrielle est négligeable. Contrairement à de précédents conflits (guerre de Corée et guerre du Vietnam) elle n'a donc eu ni impact dynamique ni conséquences inflationnistes, d'autant qu'elle intervenait cette fois-ci au début d'une récession et non durant une phase de surchauffe. Son impact inflationniste a été d'autant plus inexistant qu'en raison de son haut contenu technologique elle n'a pas fait appel aux matières premières industrielles sollicitées durant les précédents conflits. Le prix de celles-ci n'a donc pas été affecté.

Il est encore trop tôt pour juger de l'impact de la fin de la guerre. Il eût été naïf, même pour les économistes qui pensent que le ralentissement conjoncturel est plus imputable à la crise du Golfe qu'au cheminement cyclique traditionnel, d'espérer un rebond de l'économie dès le mois de mars. Les données statistiques exhaustives pour ce mois là ne

sont pas encore disponibles, mais il est peu vraisemblable qu'elles fassent apparaître un sursaut de grande ampleur. En ce qui concerne la consommation des ménages notamment, l'accentuation de l'attentisme des ménages durant la guerre en raison des craintes du terrorisme semble limitée ; tout au plus peut on constater pour les mois de janvier et février dans un pays tel que la France un léger déplacement des ventes des grands magasins vers la vente par correspondance. Les seuls secteurs à avoir été réellement touchés dans les pays de l'OCDE par l'éventualité des attentats sont ceux du transport et du tourisme. La fin du conflit y autorisera sans doute une reprise, qui mettra pleinement en lumière les difficultés structurelles du transport aérien ; la guerre a servi là de prétexte à des licenciements inéluctables.

## **Spécificités structurelles et différenciation des conjonctures**

A côté des éléments communs qui viennent d'être évoqués, le poids des spécificités propres à chaque pays industrialisé est tel que les situations conjoncturelles différaient fortement à la fin de la guerre du Golfe. L'éventail est large entre un Japon à la croissance encore soutenue et aux prix encore bien maîtrisés d'un côté, un Royaume-Uni plongé dans une récession inflationniste de l'autre. Au niveau mondial les différences sont plus grandes encore : l'exemple le plus marquant est la dépression et les bouleversements qui secouent l'Europe de l'Est.

### **Allemagne et Japon : des risques de surchauffe bien maîtrisés**

La crise du Golfe, hormis la répercussion dans les prix de l'augmentation du baril, n'a guère eu d'effet sur l'économie de l'*Allemagne de l'Ouest*... Celle-ci était bien trop absorbée par ses préoccupations internes résultant de l'union monétaire et économique avec la RDA intervenue un mois avant l'invasion du Koweït par l'Irak, puis de l'unification politique en octobre.

A la fin du mois de juin 1990, c'est-à-dire à la veille de l'unification monétaire, les économistes se posaient trois grands types de questions quant aux conséquences de cet événement : les ménages est-allemands allaient-ils dépenser immédiatement l'essentiel de leur épargne devenue convertible ? En résulterait-il un choc tel en RFA que la production et l'inflation s'accéléraient considérablement ? L'appareil productif de la RDA était-il dans un état suffisamment satisfaisant pour que, moyennant quelques aménagements, cette partie de l'Europe devienne un « cinquième dragon » comparable aux Nouveaux pays industrialisés asiatiques ?

Très rapidement, c'est-à-dire en septembre-octobre, les interrogations avaient profondément changé de nature. Il apparaissait que les

ménages est-allemands, en dépit de l'augmentation anticipée du chômage, n'avaient épargné (passés les mois de juillet et août) qu'une faible partie de leur DM. Leur consommation enregistrait assurément un boom ; mais il ne s'agissait pas d'une explosion. Ce boom était géographiquement très orienté : qu'il s'agisse de biens durables ou de biens de consommation courante, les produits est-allemands étaient délaissés au profit des produits occidentaux. Il en est résulté une demande accrue qui a à son tour provoqué un surcroît de consommation des ménages ouest-allemands par deux canaux. D'une part, l'accélération de la production ouest-allemande a entraîné celle de l'emploi, donc des revenus salariés ; d'autre part les achats massifs d'automobiles d'occasion par les allemands de l'Est ont fourni aux ménages de l'Ouest un surcroît de revenu qui leur a permis d'acheter des voitures neuves. La poussée de la consommation des ménages, effective et encore anticipée pour les trimestres suivants, a entraîné une forte croissance de l'investissement des entreprises. L'ensemble de l'activité économique s'est donc caractérisé par une expansion soutenue, l'infléchissement amorcé fin 1990 ayant été modéré. Le taux de chômage était tombé à 5,6 % en février 1991, contre 6,6 % en juin 1990.

Ces effets en chaîne n'ont toutefois pas provoqué une véritable poussée inflationniste, bien qu'ils soient intervenus au moment où le prix du pétrole augmentait. L'indice des prix de détail a augmenté au rythme annuel de 3,4 % au troisième trimestre et 4,2 au dernier ; hors énergie, le rythme n'a été durant ces périodes que de 2,2 %. En effet les coûts salariaux unitaires qui avaient progressé durant le premier semestre 1990 ont au contraire baissé durant le second, car les salaires nominaux sont restés sur leur tendance antérieure tandis que production et productivité progressaient vivement. Par ailleurs le surcroît de demande allemande est intervenu au moment où les exportations fléchissaient sous l'effet du retournement conjoncturel dans les pays occidentaux. Il a pris le relais en tant que moteur de la croissance, remplaçant en partie les exportations défailantes et les évinçant aussi en partie : les entreprises ouest-allemandes se sont un peu détournées des marchés étrangers pour satisfaire la demande nationale. Celle-ci a en outre fait largement appel aux importations. Au total, le choc de demande a eu pour effet non pas une accélération significative de l'inflation, mais une détérioration extrêmement brutale du solde commercial. Celui-ci, certes pénalisé en fin d'année par le surcoût de la facture énergétique, n'atteignait plus que 0,5 milliards de DM en moyenne sur novembre-décembre contre 12 milliards en moyenne sur janvier-février 1990. Deux types de questions se posaient alors : combien de temps le choc de demande allait-il continuer à dynamiser l'économie ouest-allemande ? Qu'allait-il advenir de l'ex-RDA, qui risquait de se transformer en Mezzogiorno et non pas en 5<sup>e</sup> dragon : combien coûterait sa mise à niveau ?

En mars 1991, il apparaît clairement que le problème majeur auquel l'économie allemande est confrontée n'est pas celui d'un excès de demande mais d'un besoin considérable de capitaux. Les implications à moyen terme de cet état de fait (cf. *infra*) ont déjà eu des répercussions sur le passé récent. Au fur et à mesure que s'alourdissait le devis de la réunification, et qu'il apparaissait que le secteur privé n'en prendrait

qu'une faible partie à sa charge, le type de décisions budgétaires à prendre a fait l'objet de controverses de plus en plus vives. Jusqu'aux élections de décembre, le gouvernement ouest-allemand prétendait pouvoir éviter l'augmentation des impôts. Cette échéance politique passée, il a annoncé que des augmentations auraient lieu, mais pour couvrir la participation financière de l'Allemagne à la guerre du Golfe. Ce prétexte opportun n'a pas autorisé une augmentation suffisamment importante pour éviter un creusement du déficit. La Bundesbank est opposée à la fois à une augmentation des impôts et à un creusement du déficit. Elle préconise pour sa part une réduction des dépenses. Ne pouvant infléchir les décisions du gouvernement, elle a durci sa propre politique : les taux d'intérêt ont été plusieurs fois relevés .

C'est la poursuite d'une politique monétaire restrictive qui a également caractérisé le *Japon*, où le retournement cyclique est intervenu plus tardivement qu'aux Etats-Unis ou en Europe continentale. L'impact de la crise du Golfe a été plus important qu'en RFA, cette économie étant plus vulnérable à un choc pétrolier et toujours soucieuse des risques de rupture quantitative des approvisionnements. Ce n'est toutefois pas tant pour parer à cette hausse des prix importés qu'à des tensions d'ordre interne que la croissance de la masse monétaire a continué à être strictement limitée. L'économie réelle était en surchauffe depuis plusieurs trimestres sous l'effet d'une vive croissance de l'investissement des entreprises (ce qui accroît les tensions sur l'offre dans un premier temps, ne les détendant qu'ultérieurement) et de la consommation des ménages alimentée par des hausses de salaires nominaux relativement importantes. En dépit d'un investissement encore soutenu, les capacités de production restaient proches de la saturation tandis que le marché du travail se caractérisait par le plein emploi global et des pénuries sectorielles de main d'œuvre. Par ailleurs, le laxisme de la politique monétaire jusqu'en 1988 s'était traduit par un gonflement des liquidités ayant entraîné une élévation du prix des actifs, tout particulièrement le cours des actions et les prix de l'immobilier.

La politique monétaire s'est efforcée de dégonfler cette spéculation. De fait, l'indice Nikkei a subi deux chutes importantes. La première, de décembre 1989 à avril 1990, résultait des évolutions internes. La deuxième, d'août 1990 à janvier 1991, était largement imputable à la crise du Golfe, les marchés ayant comme on l'a dit anticipé l'évolution qu'une guerre était susceptible de produire. Au total, de décembre 1989 à janvier 1991, la chute a atteint 40 %. Une vive remontée s'est amorcée en février (cf. *infra*). Les prix immobiliers ont eux aussi baissé en 1990. Les conséquences en ont été défavorables pour le secteur bancaire, dont les bilans se sont considérablement dégradés et qui ont été soumis à des obligations légales plus strictes (notamment les nouveaux ratios de fonds propres imposés par la BRI). Dans ces conditions les banques deviennent réticentes à accorder de nouveaux crédits. Les banques sont par ailleurs engagées dans un vaste mouvement de restructuration, les petites étant absorbées par les grandes. L'amenuisement du patrimoine des ménages qui a constitué l'autre conséquence majeure du dégonflement des bulles spéculatives a contribué à modérer la consommation durant les derniers mois de 1990 et les premiers mois de 1991. Cette évolution récente, jointe à une diminution des exporta-

tions imputable à la contraction du marché nord-américain et au ralentissement conjoncturel dans le reste de l'Extrême-Orient ont provoqué un arrêt de la croissance de la production industrielle depuis novembre. Au quatrième trimestre 1990, le PNB n'a progressé qu'à un rythme annuel de 2 %, contre 4 % le trimestre précédent. Les prix à la consommation, après avoir accusé en septembre et octobre des augmentations importantes dues à une répercussion rapide des nouveaux prix pétroliers, sont revenus depuis lors à un rythme annuel légèrement supérieur à 3 %. L'excédent commercial et l'excédent courant se sont amenuisés, ce dernier n'atteignant plus que 25 milliards \$ (en rythme annuel) au second semestre 1990, soit la moitié de son niveau du second semestre 1989.

### **Europe continentale : ralentissement ou récession ?**

La réunification allemande a exercé des effets différenciés sur les autres pays d'Europe occidentale. Là où l'économie était proche de la surchauffe, il en est résulté à la fois une certaine éviction de la demande intérieure par les exportations, sans modification du cheminement de l'offre, et des tensions accrues sur les taux d'intérêt. En revanche là où les facteurs de production étaient sous-utilisés, il en est résulté une vive croissance des exportations qui a amorti le ralentissement économique. Les exportations en volume de marchandises de l'Allemagne n'ont en effet augmenté que de 4 % en rythme annuel au premier semestre 1990 puis régressé de 1 % au second. Durant les mêmes périodes, les importations augmentaient de 10 puis de 22 %. Ces chiffres sont plus significatifs de l'effet d'entraînement sur les pays étrangers que ne le sont ceux du commerce de biens et services qui incluent les échanges interallemands. Les Nouveaux pays industrialisés d'Asie ont assurément accru durant cette période leurs parts de marché en Allemagne, ce qui s'explique par le fort contenu en biens de consommation des achats des ménages est-allemands. Les pays européens ont néanmoins été largement bénéficiaires de cette évolution en subissant moins fortement sur leurs marchés intérieurs la pression des produits allemands et en accroissant vigoureusement leurs exportations. Activité intérieure et soldes extérieurs s'en sont trouvés améliorés toutes choses égales par ailleurs.

L'*Autriche*, les *Pays-Bas* et la *Belgique* en ont particulièrement bénéficié, ce qui explique la poursuite d'une croissance rapide de l'activité durant les trois premiers trimestres de 1990. Au quatrième trimestre en revanche, peut-être sous l'impact de la crise du Golfe, la conjoncture s'est assez brutalement retournée en Belgique, où le chômage a recommencé à augmenter, et seulement infléchi aux Pays-Bas, bénéficiaire dans l'immédiat de la hausse du prix des hydrocarbures.

La *France* s'est trouvée, comme souvent, en position intermédiaire entre les pays bénéficiaires de la haute conjoncture germanique et ceux privés de capitaux par l'attraction du Mark. Dès 1989 le ralentissement de l'activité était bien engagé, plus visible qu'au Royaume-Uni mais

moins marqué qu'en Italie dans un contexte de saturation des équipements et de faibles gains de productivité. En fin d'année les taux d'intérêt réels se sont élevés à 6-7 % à court et à long terme et y seront restés en moyenne en 1990. Jusqu'au troisième trimestre de l'année dernière les entreprises françaises auront cependant soutenu la consommation en créant de nombreux emplois et accru leur effort d'investissement en dépit d'une épargne insuffisante. Mais l'endettement croissant qui en est résulté est apparu excessif lorsque la crise du Golfe et l'annonce d'une possible récession américaine ont détérioré le climat des affaires. La position anti-inflationniste prise par la politique économique en réaction à la hausse des cours du pétrole ayant ôté toute perspective de redressement des marges par les prix, les entreprises ont alors stoppé l'embauche, comprimé leurs stocks et différé leurs dépenses d'investissement, précipitant ainsi la baisse de l'activité en fin d'année.

En *Espagne*, le retournement conjoncturel était bien antérieur à la crise du Golfe : il s'était amorcé dès le second semestre 1989 sous l'effet de mesures destinées à enrayer la surchauffe. La rémunération moyenne par tête progressait en effet à près de 9 % l'an ce qui, compte tenu du ralentissement marqué des gains de productivité, pesait lourdement sur les coûts unitaires. L'investissement se ralentissait plus rapidement que la consommation des ménages ; la compression des stocks amplifiait le mouvement de la demande finale, ce qui stabilisait la production industrielle dès l'été 1989. En dépit d'une politique budgétaire encore expansive, la politique monétaire restrictive commençait à ralentir l'inflation, celle-ci revenant à 6,5 % l'an. Le déficit extérieur se creusait plus lentement. L'Espagne est l'un des pays occidentaux les plus touchés par la crise du Golfe, étant vulnérable tant aux répercussions inflationnistes qu'à la dégradation des échanges extérieurs : déjà au deuxième trimestre le déficit de la balance courante atteignait 3,7 % du PNB, soit autant qu'au Royaume-Uni. Le Gouvernement a en conséquence adopté un nouveau plan de refroidissement et renouvelé ses appels à la modération salariale. La production industrielle a baissé au cours des mois suivants, l'emploi s'est réduit et le chômage accru. Une fois passée la répercussion des effets immédiats de la hausse du prix du pétrole, les prix à la consommation sont revenus à la tendance antérieure et le solde commercial s'est un peu redressé. Afin en outre d'atténuer l'appréciation de la peseta à l'intérieur du SME, la Banque centrale abaissait son taux d'intervention au mois de mars. A ce moment là, la phase descendante du cycle n'était pas achevée.

Le cas de l'*Italie* est similaire à de nombreux égards, mais la politique monétaire demeure très vigilante. Jusqu'au mois de septembre 1990, la Banque d'Italie utilisait les taux d'intérêt élevés comme moyen de pression sur les autorités budgétaires pour qu'elles prennent des décisions allant dans le sens de la rigueur. Là aussi, avant la crise du Golfe, l'inflation alimentée par les coûts salariaux avait dépassé un rythme annuel de 6 % tandis que le déficit courant réapparut en 1987 avoisinant 2 % du PNB. Le rythme de l'activité s'était nettement ralenti depuis la fin de l'année 1989, la production industrielle stagnant au-delà de forts soubresauts au mois le mois et le PNB diminuant au deuxième trimestre. La crise du Golfe a certes fait craindre l'entrée de l'économie

dans une phase de franche récession, mais aussi une aggravation des déséquilibres en matière de prix et de soldes extérieurs. C'est pourquoi la politique monétaire s'est durcie, d'autant que la crise a éclaté au moment où se déroulaient d'importantes négociations salariales. Le solde commercial semble être revenu à son niveau d'avant le mini-choc pétrolier, la production a continué à décliner, mais l'inflation demeure rapide. La hausse des prix à la consommation s'étant accélérée en février, le gouvernement a décidé une baisse de certains prix administrés (notamment les transports ferroviaires et le gaz naturel). Le creux conjoncturel est un peu plus marqué qu'en Espagne, mais en mars 1991 on ne pouvait pas véritablement (ou pas encore) parler de récession.

### **Etats-Unis : cycle conjoncturel et difficultés financières**

Le débat concernant la disparition du cycle a resurgi à la fin des années quatre-vingt comme il l'avait fait à la fin des années soixante, c'est-à-dire à chaque fois que la phase de croissance dure plus de 4 ou 5 ans. Il s'est peu à peu transformé en débat sur l'aplatissement du cycle, les économistes les plus optimistes jugeant en juillet que l'économie allait traverser quelques trimestres de croissance lente mais non affronter une récession. Ce n'est pas l'analyse qui est développée ici (cf. encadré 2). Par ailleurs l'impact des difficultés financières structurelles — à défaut de leur amplitude, sur laquelle règne un certain consensus — demeure incertain. Il nous semble que les évolutions dans la sphère réelle sont et seront effectivement modérées, mais que ceci est dû, précisément, aux difficultés financières. Ces dernières limitent en effet singulièrement les marges de manœuvre de la politique économique.

La production industrielle, après avoir enregistré au second trimestre un rebond dû à une conjonction de phénomènes exceptionnels, s'est orientée à partir du mois d'octobre sur une tendance franchement déclinante. L'emploi a rapidement suivi, faisant bondir le taux de chômage de 5,3 % en juin 1990 (niveau auquel il était stable depuis le printemps 1989) à 6,4 % en février 1991. Le PNB a diminué au quatrième trimestre, et les premières indications disponibles conduisent à penser qu'il a continué à le faire, vigoureusement, au premier trimestre 1991. La chute de l'offre répond à celle de nombreux éléments de la demande intérieure : effondrement de l'investissement en logements, franche baisse de la consommation des ménages, de l'investissement en bâtiments non résidentiels et de la formation des stocks, légère diminution de l'investissement en équipements. Si le PNB n'a diminué au quatrième trimestre que de 2 % (en rythme annuel) alors que la demande intérieure l'a fait de 4 %, c'est que les exportations ont fortement augmenté alors que les importations baissaient.

Cette récession a conduit à un nouvel infléchissement de la politique monétaire (graphique 2). La FED était restée prudente durant le premier semestre 1990, conservant l'objectif implicite de 8,25 % pour les fed funds. Mais dès le 13 juillet, considérant désormais que l'économie était

## **2. Le débat sur l'aplatissement du cycle aux Etats-Unis**

Cinq principaux types d'arguments étaient évoqués par de nombreux économistes américains jusqu'en juillet 1990 pour réfuter l'éventualité d'une récession, puis pour attendre une reprise dès la fin de la crise du Golfe.

— La « récession tournante » : une mini-récession a eu lieu en 1986 ; donc le mouvement en cours ne touchera pas les secteurs qui l'ont déjà été, puisqu'ils ont été assainis à ce moment là ; les secteurs sont en récession les uns après les autres, et non tous ensemble, de sorte que le mouvement n'est pas cumulatif. Pourtant, que certains secteurs soient touchés avant d'autres n'est pas nouveau et n'a jamais empêché une récession de s'étendre : quand bien même ils auraient été assainis en 1986 (ce qui n'est pas le cas, la mini-récession, précisément, ayant été trop brève pour produire cet effet), ils ne sont pas pour autant vaccinés contre la baisse de demande de leurs clients.

— La tertiarisation : les fluctuations sont toujours plus faibles dans le secteur tertiaire que dans l'industrie, or le poids du premier dans l'ensemble de l'économie est de plus en plus grand. Certes, mais pas significativement plus grand qu'en 1980-1982, où la récession avait bel et bien été profonde. Qui plus est, le secteur tertiaire pourrait cette fois-ci être moins inerte, notamment en termes de réduction de l'emploi.

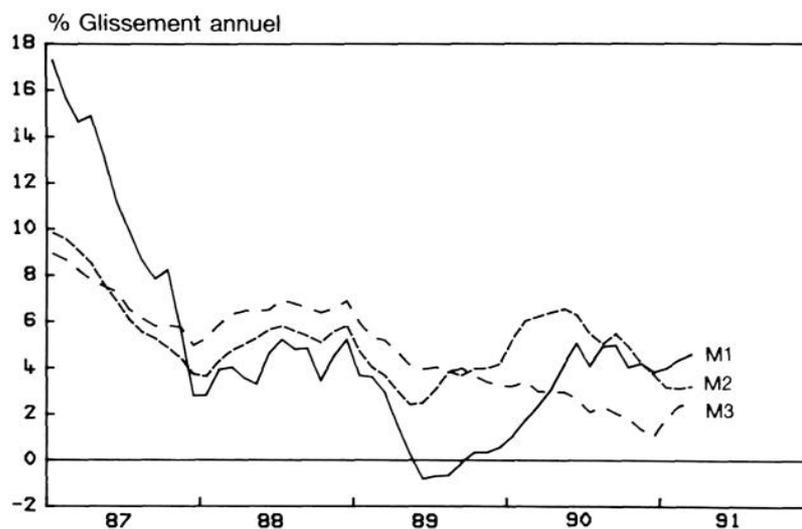
— Le ratio des stocks sur le chiffre d'affaires a été amenuisé ; en conséquence, cet élément ne jouera pas son rôle habituel d'amplification de la contraction de la demande finale. Le ratio est certes un peu moins élevé qu'en 1980-1982, mais il était à cette époque beaucoup plus faible que durant les années soixante et cela n'a pas empêché la récession. Au surplus c'est un ratio qu'il s'agit de maintenir ; en période de creux conjoncturel, il y aura donc quand même mécanisme d'amplification, fût-ce à un degré moindre. Mais, parce que les entreprises ont cette fois-ci procédé très rapidement au déstockage, il n'est guère à craindre une forte amplification en 1991.

— La politique monétaire, qui par sa tournure brutalement restrictive avait déclenché les récessions de 1970 et 1980-1982 (entre autres), s'est cette fois-ci assouplie pour enrayer le ralentissement. Il n'empêche qu'un credit crunch est à l'œuvre, même s'il est le fait des banques et non pas du FED.

— L'économie américaine est plus ouverte sur l'extérieur qu'il y a dix ans. Assurément, et cet élément est le seul qui permette d'attendre vraiment une modération de la récession tant en durée qu'en ampleur. Ouverture ne signifie pas nécessairement fragilisation ; dans la mesure où le taux de change est extrêmement favorable, les Etats-Unis vont pouvoir profiter de leur décalage cyclique avec les autres pays industrialisés pour diminuer leurs importations et accroître fortement leurs exportations, de sorte que la faiblesse de leur demande intérieure ne sera que partiellement répercutée sur leur offre intérieure (ainsi donc que sur l'emploi, les revenus et en conséquence la demande intérieure elle-même).

au bord de la récession, elle procédait à une première baisse de ces taux. Quatre autres allaient suivre pour en porter le niveau à 6 % en mars 1991, tandis que le taux de l'escompte était diminué à deux reprises et qu'en décembre les réserves obligatoires étaient abaissées. Dans le même temps, les autorités monétaires multipliaient les déclarations encourageant le système bancaire à accroître les prêts qu'il consentait trop parcimonieusement. En dépit de la volonté accommodante du FED, un credit crunch était en effet spontanément en cours du fait des difficultés objectives du système financier et de son aversion croissante au risque. Les banques sont pénalisées par le retournement du marché de l'immobilier (cf. encadré 3) au moins autant qu'elles l'avaient été dix ans auparavant par les prêts à l'Amérique latine. Le secteur de la construction représentait début 1991 42 % de leurs prêts, dont bon nombre constituent à présent des créances douteuses. Dans ces conditions, les banques répugnent à consentir à ce secteur mais aussi aux autres, qui en sont plus demandeurs, des prêts n'offrant pas de garanties absolues. Le secteur des services, principalement constitué de petites entreprises qui ont habituellement recours aux banques pour assurer leur financement, pâtit tout particulièrement de cette situation.

2. Etats-Unis :  
agrégats  
monétaires



Source : Federal Reserve, J.P. Morgan.

Le *Canada* est lui aussi entré dans une phase de récession, mais dès le deuxième trimestre 1990, après un ralentissement progressif de sa croissance entamé un an plus tôt. Il est certes tributaire du manque de dynamisme de son voisin, mais surtout du retournement à la baisse de l'investissement (logement et équipement des entreprises baissent depuis le début de l'année 1990, tandis qu'un important mouvement de déstockage est en cours). Le taux de chômage, qui avait atteint un point bas à 7,2 % en mars et avril 1990, s'inscrit depuis lors sur une tendance rapidement croissante qui le porte déjà à 10,2 % en février. La politique monétaire restrictive, motivée par des préoccupations anti-inflationnistes et par la contrainte extérieure (le déficit de la balance courante a presque doublé depuis 1988 pour atteindre 2,5 % du PNB l'an passé), est en partie responsable de l'ampleur du creux conjoncturel.

### 3. Difficultés et réformes du système financier aux Etats-Unis

Certaines de ces difficultés sont anciennes. La crise des caisses d'épargne date du milieu des années quatre-vingt, et la vague de faillites qui s'en était suivie avait conduit à la création en 1988 d'un organisme *ad hoc*, la Resolution Trust Corporation. Le secteur des assurances s'est trouvé en difficulté plus récemment, car il détient des actifs à valeur douteuse (junk bonds et engagements dans le secteur immobilier). Les banques finalement sont elles aussi apparues en danger, comme en a témoigné la pseudo-nationalisation de la Bank of New England en janvier 1991 ; certaines grandes banques new-yorkaises elles-mêmes ont pu apparaître menacées.

L'un des éléments cruciaux dans la fragilisation actuelle du système financier concerne le secteur de l'immobilier. Celui-ci souffre d'investissements spéculatifs. Il s'est avéré dès le début de l'année 1989 que l'offre en la matière dépassait très largement la demande. Il faudra plusieurs années de faible niveau de l'investissement dans ces secteurs pour que ce parc pléthorique soit résorbé. Conscient de la dégradation de la situation et tentant d'en limiter les risques, l'Etat avait passé en août 1989 une loi dont les effets à court terme ont été plutôt néfastes. Le FIRREA (Financial Institutions Reform Recovery and Enforcement Act) imposait aux organismes financiers des ratios de bilan tendant à les décourager de consentir des prêts hasardeux au secteur immobilier. Le résultat en a été la faillite d'un certain nombre de ces organismes et l'enclenchement d'une baisse des prix. Celle-ci se poursuit depuis lors dans ce secteur où pendant toutes les années précédentes les investisseurs étaient accoutumés à de fortes plus-values et anticipaient la poursuite de ce mouvement.

Des organismes *ad hoc* ont été créés ou étendus pour en quelque sorte « nationaliser » les entreprises financières en faillite. Les deux plus importants sont la RTC et le FDIC. La Resolution Trust Corporation, créée en 1988, récupère les actifs des Caisses d'Epargne qu'elle liquidera le moment opportun (ce qui n'est pas le cas pour les actifs immobiliers) et est autorisée à émettre pour 50 milliards de dollars d'obligations du Trésor remboursables en 40 ans. Le Federal Deposit Insurance Corporation garantit les dépôts. Les primes que lui versent les banques ont été portées à la fin de 1990 de 12 à 19,5 cents par 100 \$. Cela semble toutefois insuffisant face à l'ampleur des sommes en jeu ; cet organisme apparaît d'autant plus sous-capitalisé qu'il a au cours des trimestres récents bien souvent indemnisé les dépôts au-delà de la limite légale au nom de la règle « too big to fail ». La réforme du FDIC actuellement proposée par l'Administration incitera les intervenants à plus de prudence. La prime d'assurance versée par les banques sera différenciée par des ratios prenant en compte les engagements et les fonds propres ; ainsi les établissements en bonne santé ne subventionneraient plus ceux qui prennent des risques excessifs. Par ailleurs, le montant des dépôts garantis sera limité. Non seulement la règle du « trop gros pour faire faillite » est abandonnée, mais encore la garantie serait limitée à deux comptes par client (un normal et un de retraite) pour un montant de 100 000 \$ chacun ; 100 000 \$ constitue le plafond actuel, mais il s'applique à un nombre illimité de dépôts par personne physique ou morale de sorte notamment que les gros investisseurs ne sont pas incités à placer leurs fonds dans des établissements financiers sains. Le projet propose par ailleurs la

création d'une nouvelle agence fédérale bancaire qui, sous l'autorité du Trésor, superviserait l'ensemble des banques nationales et des Caisses d'Epargne. Le FDIC deviendrait alors un simple organisme d'assurance mais perdrait son rôle réglementaire. Le FED verrait son rôle accru sur une grande part des établissements.

Ce dernier point est favorablement accueilli par les grandes institutions, qui pensent trouver plus de souplesse de la part de la FED que du FDIC. Comme l'ensemble de la réforme bancaire proposée, il est en revanche décrié par les petites banques qui soulignent qu'au lieu de traiter le problème immédiat de la crise de liquidités le projet risque à terme d'accroître les difficultés des établissements les plus fragiles. De fait, la réforme bancaire telle qu'elle est actuellement envisagée aurait pour résultat, au cours des prochaines années, de favoriser un vaste mouvement de concentration au sein du secteur bancaire ; les petites institutions auraient quelques difficultés à survivre. Cette réforme casse la réglementation des années trente ; une fois adoptée, elle s'étalerait sur trois ans et ne serait ouverte qu'aux institutions en bonne santé. La possibilité serait désormais ouverte aux banques, au travers de filiales contrôlées par un même holding, d'exercer l'ensemble des activités financières (prêteur, intermédiaire, investisseur). Les barrières géographiques à l'intérieur des Etats-unis interdisant l'extension des activités bancaires à d'autres Etats seraient supprimées. Le rôle du capital serait par ailleurs renforcé, ceci afin de décourager les banques de prendre des risques excessifs.

### **Royaume-Uni <sup>(8)</sup> : la fin d'un cycle ou la fin d'une époque ?**

La politique monétaire porte aussi une part de responsabilité dans l'enclenchement de la récession britannique ; en tout état de cause la dégradation de la situation dans ce pays était telle, en matière tant de hausse des prix que de déficit extérieur, qu'un ajustement était inévitable. A la suite d'une phase de croissance inhabituellement longue, le Royaume-Uni a renoué avec sa tradition d'un arrêt brutal. Cette fois-ci cependant, la fin de cycle a été marquée par l'entrée de la livre dans le SME, ce qui pourrait modifier profondément le cheminement ultérieur de l'économie.

Le Royaume-Uni avait entamé plus tôt que les autres pays d'Europe occidentale (dès 1983) une reprise qui a été suivie par de nombreuses années de croissance. En 1987 réapparaît un déficit courant qui va s'alourdisant, et début 1988 l'inflation recommence à s'accélérer vivement. A partir de juin 1988, la Banque d'Angleterre intervient pour refroidir l'économie. Cette politique sera durcie pendant deux ans, mais la longue phase de ralentissement qui se produit alors ne permet pas d'éviter la poursuite de la dégradation sur les deux fronts des prix et de la balance courante. L'activité est en effet soutenue par les exportations ; l'effet d'entraînement de l'étranger aura, paradoxalement, consti-

(8) Cf. C. Riffart : « La conjoncture britannique au printemps 1991 », *Lettre de l'OFCE* n° 85, mars 1991.

tué le principal obstacle au nécessaire assainissement. L'activité est également soutenue par des augmentations de salaires nominaux notablement supérieures à la hausse des prix, et plus encore aux gains de productivité qui tendent vers zéro dans cette phase du cycle. Le boom de la consommation ne s'est amorti que lentement, le renchérissement du crédit étant un obstacle mineur face à la progression des revenus. Certains secteurs en revanche sont touchés par la politique monétaire : l'investissement en logements, après avoir stagné pendant presque un an, a plongé dès le printemps 1989.

Le passage d'un ralentissement à une récession, qui intervient au troisième trimestre 1990, est d'autant plus vigoureux qu'il a été longtemps différé. Son déclenchement est sans doute précipité par un choc d'ordre politique qui n'est pas la crise du Golfe mais l'entrée de la livre dans le SME le 8 octobre. Les anticipations s'en trouvent modifiées : la discipline communautaire est perçue par les entreprises comme obstacle à la poursuite de la fuite en avant dans la hausse des prix, par les ménages comme signe annonciateur de chômage. La consommation des ménages, l'investissement en bâtiments non résidentiels et l'investissement en équipements commencent à baisser, tandis que l'investissement en logements continue à le faire. Les indicateurs actuellement disponibles conduisent à penser que ces mouvements se sont amplifiés au quatrième trimestre. Si le PNB diminue dans de moindres proportions, c'est parce que les importations baissent plus que les exportations. L'emploi réagit très rapidement à la diminution de la production ; le taux de chômage, stabilisé depuis fin 1989 augmente d'un peu plus d'un point entre août 1990 et février 1991 (pour atteindre 7 %).

Alors que pendant la phase de ralentissement de la croissance les difficultés des entreprises précédaient celles des ménages, impulsant par là une accélération de l'inflation, depuis le début de la récession l'ajustement des entreprises se fait au détriment des salariés, créant une situation sociale tendue en même temps que les conditions du ralentissement de l'inflation. Les enquêtes effectuées auprès des chefs d'entreprise témoignent de la volonté de ceux-ci de ralentir fortement leurs augmentations de prix. Dans le même temps l'amenuisement des déficits commercial et courant, amorcé début 1990, s'accroît en dehors même des effets pétroliers (la crise du Golfe n'a pas profité au solde commercial britannique car, au moment où les prix mondiaux étaient les plus élevés, les volumes exportés par le Royaume-Uni ont fortement baissé pour des raisons techniques).

La *Suède* est un autre pays européen engagé dans une récession profonde. Sous l'effet de la diminution de l'investissement dans toutes ses composantes, la production industrielle avait commencé à baisser à la mi-1989 ; le PNB en fait autant depuis le premier trimestre 1990. L'inflation y reste vive sous la pression des coûts salariaux ; la hausse des prix pétroliers a porté la croissance des prix à la consommation à près de 9 % au quatrième trimestre 1990. Le déficit de la balance courante, réapparu à la fin de 1987, atteint 1,7 % du PNB en 1990. La politique monétaire est contrainte par l'engagement pris par le gouvernement de maintenir le taux de change stable ; les taux d'intérêt nominaux sont en conséquence élevés, ce qui approfondit la récession en freinant la consommation des ménages.

## **Pays non OCDE : transformations et bouleversements**

A l'exception de l'Extrême-Orient, les régions en développement n'ont pas connu d'amélioration de leurs situations en 1990. Les revenus par habitant ont continué de se dégrader en Afrique, au Proche-Orient et en Amérique Latine (cf. encadré 4).

### **4. Les régions en développement : situation et perspectives**

Les pays de l'OPEP, en dehors de l'Irak et du Koweït, ont amplement profité de la situation nouvelle du marché pétrolier. Globalement les 11 autres pays de l'organisation ont vu leurs recettes pétrolières s'accroître d'une quarantaine de milliards de dollars au second semestre de 1990 par rapport au premier. L'Arabie Saoudite, qui a compensé la majeure partie de l'offre manquante, a récolté un peu plus du tiers de cette manne. Mais une partie substantielle de celle-ci a servi à financer l'effort de guerre américain. Globalement le redressement des importations de cette zone, amorcé en 1989, s'est interrompu au second semestre de 1990 en raison de l'embargo sur l'Irak et le Koweït. La reprise de la demande des autres pays a néanmoins limité l'impact de la disparition de ce débouché sur les fournisseurs de la zone. En 1991, la rechute du prix du pétrole à 18 dollars en moyenne exercera une forte pression sur les capacités d'importation de cette zone, dont le déficit courant pourrait dépasser 30 milliards.

L'Amérique Latine, à l'exception notable du Mexique, n'a guère progressé dans la résolution de ses problèmes structurels. L'inflation s'est encore accélérée en Argentine et au Brésil en dépit des mesures drastiques de contrôle de la demande et du gel autoritaire de l'épargne au Brésil. Dans ces deux pays la récession prend des allures comparables à celle qui avait marqué les premières années de la crise de la dette de 1981 à 1983. Plus que jamais la réduction du service de la dette apparaît comme le complément impératif des politiques de stabilisation monétaire. L'exemple mexicain illustre bien a contrario l'impact décisif qu'exerce la contrainte extérieure sur l'activité et les prix dans des économies surendettées. La réduction des transferts négatifs de ressources, de l'ordre de 2 milliards de dollars (soit un quart des transferts effectués annuellement jusque là) a entraîné une baisse du déficit public, encouragé le rapatriement d'une partie des capitaux placés à l'étranger, autorisant une nette détente des taux d'intérêt et un redémarrage de l'activité. En outre, contrairement aux pays du cône Sud, le Mexique a, comme le Venezuela, bénéficié du redressement du prix du pétrole au second semestre de 1990.

En 1991, les effets positifs du plan Brady s'étendront au Venezuela et à l'Uruguay. L'Argentine et le Brésil sont les prochains candidats sur la liste. Un accord de principe supposerait toutefois qu'une solution soit trouvée au délicat problème des arriérés d'intérêt. Dans ce cas ses effets interviendraient surtout en 1992. En attendant ces deux pays connaîtront encore une croissance négative de leur PNB cette année, ce qui ne permet pas d'envisager une croissance moyenne supérieure à 1 % pour l'ensemble de la zone en 1991, malgré la nette reprise de l'activité au

Mexique. La contrainte extérieure sera toutefois allégée au cours des prochains semestres par la baisse des taux d'intérêts aux Etats-Unis. La réduction de près de 2 points en moyenne attendue en 1991 et 1992 par rapport au niveau de 1990 permettra à la région d'économiser environ 5 milliards de dollars, soit un quart des sommes effectivement versées (et un cinquième des sommes dues) à ce titre l'an passé.

En Asie la croissance est restée soutenue malgré le ralentissement du commerce mondial et les pressions inflationnistes qui ont conduit certains pays à resserrer leurs politiques monétaires.

— La hausse du prix du pétrole au second semestre a surtout affecté les NPI de la première génération (Corée du Sud, Taïwan, Hong-Kong) à l'exception de Singapour, dont les exportations de produits raffinés ont bénéficié de la hausse des cours. L'impact sur l'activité a néanmoins été amorti en Corée et à Taïwan par les effets positifs de la dépréciation des taux de change vis-à-vis du dollar et/ou du yen, après trois années de revalorisation en termes effectifs. Les pressions inflationnistes ont été particulièrement sensibles en Corée où la hausse des coûts est intervenue dans un contexte de croissance toujours vive de la demande intérieure. Sur l'ensemble de l'année la croissance s'est accélérée à 9,2 %. A Taïwan en revanche, le ralentissement de l'activité amorcé en 1989 s'est poursuivi en 1990. La chute spectaculaire de la Bourse (– 80 % en huit mois) s'est répercutée sur les dépenses de consommation et l'investissement est resté déprimé. Néanmoins de meilleures performances à l'exportation en fin d'année ont permis un redressement de la production industrielle. De même à Hong-Kong, l'activité semble repartir, après les résultats médiocres des derniers semestres. La crise de confiance qui avait suivi les événements de Pékin à l'automne 1989 s'est progressivement dissipée avec la normalisation des relations entre la Chine et l'Occident. La nette reprise de l'activité en Chine au second semestre de 1990 a exercé un puissant effet d'entraînement sur le commerce extérieur de la cité-Etat, dont les exportations étaient par ailleurs stimulées par la baisse du dollar. Singapour, dont l'évolution économique est sensiblement déphasée par rapport à celle des autres NPI depuis la récession de 1985-1986, a connu une nouvelle année de croissance forte (8,3 % en 1990) tirée par l'investissement productif et les exportations. Dans ce contexte le dollar de Singapour a continué de s'apprécier, contribuant à freiner les tendances inflationnistes internes.

— Dans le reste de la zone, le bilan pétrolier est pratiquement équilibré, même en excluant l'Indonésie. L'activité est restée forte dans l'ensemble, tout particulièrement dans les pays de l'ASEAN, qui ont connu pour la deuxième année consécutive, une croissance moyenne supérieure à celle des NPI de la première génération (7,7 % contre 6,7 %). Cependant, dans plusieurs pays l'inflation s'est accélérée sous l'effet de la vigueur de la demande interne (Thaïlande, Indonésie) ou de la hausse du prix du pétrole (Philippines), obligeant les autorités à appliquer des politiques monétaires plus restrictives. Sur le plan externe, à l'exception de la Chine, dont les échanges sont redevenus excédentaires, les soldes courants de la zone ont tendance à se dégrader, sous l'effet d'un ralentissement plus marqué des exportations que des importations. Sauf en Inde et aux Philippines, cette dégradation n'est guère problématique du point de vue du financement externe.

En 1991 la contraction généralement attendue de l'excédent courant des NPIA sera limitée par la réduction de leur facture énergétique. Après le creux de 1989 et 1990, les exportations de cette zone devraient s'accélérer avec la reprise américaine en 1992, sans atteindre toutefois les rythmes exceptionnels des années 1986-1988. La croissance économi-

que descendrait en 1991 en dessous de 6 % en moyenne, les décélérations prévues en Corée du Sud et à Singapour n'étant pas compensées par les meilleures performances de Hong-Kong et Taïwan. La demande en provenance du reste de l'Asie, qui a cessé de croître depuis le milieu de 1990, sera encore freinée en 1991 par le resserrement de la politique d'importation chinoise.

La situation générale de l'Afrique (hors OPEP) pourrait encore se dégrader cette année en raison de la baisse des cours des produits de base et de l'insuffisance des financements compensatoires mis en œuvre par la communauté internationale. En l'état actuel des informations disponibles, le maintien du déficit courant à son niveau de 1990 n'est compatible qu'avec une stagnation des importations de la zone en volume.

L'Europe de l'Est est la région du monde où l'activité économique a le plus fortement régressé au cours des trimestres récents, tandis que se poursuivaient des bouleversements politiques et institutionnels (cf. encadré 5).

## **5. Les pays d'Europe de l'Est : situation et perspectives**

La Pologne avait choisi la mise en œuvre du maximum de réformes dans le laps de temps le plus court. En 1990 la libéralisation des prix a été presque achevée ; pour faire face aux hausses certes ralenties, mais néanmoins encore importantes qui en ont été la conséquence, une politique macro-économique restrictive a été appliquée tout au long de l'année. La libéralisation du commerce extérieur a elle aussi été quasiment achevée, les restrictions quantitatives aux importations étant supprimées et remplacées par des droits de douane. Le pouvoir d'achat a fortement baissé, puisque les augmentations nominales de salaires ne devaient pas excéder 60 % du montant de la hausse des prix (sous peine d'impôt pénalisant les entreprises qui contreviendraient à cette règle) et que l'emploi a chuté. Le nombre des chômeurs, proche de zéro il y a deux ans, dépasse actuellement 1 million. Près de 70 % du commerce de détail, et plus généralement la majorité des petites entreprises de services avaient déjà été privatisées fin 1989 ou durant l'essentiel de l'année 1990 ; au mois de novembre, un nouvel élan a été donné à ce mouvement avec la mise en vente de 5 grandes entreprises d'Etat.

Le Club de Paris a accordé une diminution de moitié de la dette publique, diminution qui s'échelonnera entre 1991 et 1995. En échange, la politique macro-économique subit un nouveau resserrement : forte hausse des prix contrôlés et des taux d'intérêt. Le mouvement de privatisation va prendre un nouvel élan, l'objectif étant de privatiser la moitié des entreprises en 3 ans. Ceci va se traduire dans un premier temps par une baisse de la production. Dès à présent les grèves se font plus nombreuses.

En Yougoslavie, où des mesures amples ont été appliquées à une économie déjà moins planifiée que celle des autres pays de la région,

l'inflation a été comprimée : la hausse des prix n'a plus été que de 120 % en 1990 contre 2 600 % en 1989. Une importante dévaluation a eu lieu en janvier 1991, tandis que les dépenses publiques échappaient à tout contrôle. Le FMI a décidé à l'été 1990 de cesser d'accorder des crédits. Les négociations ont repris en janvier 1991, mais ce pays est plongé dans le chaos politique et les engagements pris par un Etat central contesté par les régions n'ont plus grande signification.

En Tchécoslovaquie peu de réformes ont encore été mises en place, celles-ci devant n'intervenir qu'à partir de janvier 1991. Ce pays a jusqu'à présent procédé à trois dévaluations, la plus récente ayant été effectuée en janvier 1991 afin de partir d'une sous-évaluation nécessaire pour affronter les hausses de prix internes.

85 % des prix ont été libéralisés en janvier 1991 tandis qu'était rétablie la convertibilité interne de la monnaie. La « petite » privatisation qui a démarré en janvier concerne 100 000 petites entreprises qui seront offertes dans un premier temps aux acquéreurs nationaux, dans un second aux étrangers. A partir de la fin de l'année sera lancée la « grande » privatisation concernant 4 500 entreprises industrielles. Ces réformes sont accompagnées de mesures sociales, car elles vont entraîner de fortes hausses des prix, une chute de la production et donc la montée du chômage (officiellement anticipé à 15 % de la population active en fin d'année).

La Hongrie au contraire a conservé la voie gradualiste. En 1990, 80 % des prix ont déjà été libérés et la politique monétaire a été resserrée. Le commerce extérieur est également très ouvert, mais de longue date déjà ce pays était plus tourné vers l'OCDE que les autres pays de la zone. Il a ainsi pu bénéficier du surcroît de demande allemand et, ses importations ayant fortement diminué, il a enregistré une amélioration de son solde commercial qui a dégagé un excédent en moyenne sur l'année.

En 1991 le déficit public, qui avait diminué en 1990, va augmenter avec un plafond négocié avec le FMI. La part des prix libérés passera à 90 %, les prix contrôlés seront de nouveau augmentés. Un deuxième programme de privatisations sera lancé, portant sur 2 000 entreprises. Une diminution de la demande intérieure est attendue, en même temps qu'une nouvelle croissance des exportations. Il se pourrait que la production se stabilise.

La Bulgarie, qui n'a commencé à mettre en œuvre des réformes qu'après l'arrivée au pouvoir du nouveau gouvernement en janvier 1991, a opté elle aussi pour la rapidité en adoptant en février 1991 un ensemble de mesures sous l'égide du FMI.

80 % des prix ont été libérés en février 1991, et les autres fortement augmentés (500 % pour l'alimentation, 1 300 % pour les transports). Les augmentations nominales de salaires sont autorisées à ne compenser ces hausses qu'à hauteur de 70 % ; un accord a été conclu avec les syndicats qui se sont engagés à ne pas déclencher de grève avant le mois de juillet. Il est prévu de diminuer de moitié les dépenses budgétaires et de restituer les terres à leurs propriétaires antérieurs. La convertibilité de la monnaie a été partiellement rétablie. La majeure partie des services va être privatisé. Les prévisions officielles pour l'année font état d'une chute de 8 % du PNB, le taux de chômage passant de 2 à 10 %.

En URSS enfin peu de mesures tendant vers l'économie de marché ont été jusqu'à présent adoptées. Economiquement, la situation est d'autant plus dégradée que les anciennes structures décisionnelles se sont effondrées mais n'ont pas été remplacées par de nouvelles. La production

baisse principalement sous l'effet de la désorganisation, ce qui se voit par exemple dans le secteur pétrolier où le défaut de maintenance provoque des pertes considérables, ou dans le fait que le stockage et la distribution sont de plus en plus défaillants. L'un des problèmes que les autorités cherchent à résoudre est celui de la surliquidité associée notamment au marché noir. A cet effet, les billets de 50 et 100 roubles ont été retirés de la circulation en janvier 1991, et les retraits bancaires sont désormais limités à 500 roubles par mois.

En 1991, la mise en place et avant cela la définition des réformes se heurtent au problème de répartition des compétences entre Moscou et les Républiques. La fixation centralisée des prix est progressivement abandonnée ; 30 % des prix de gros restent fixés à Moscou, les autres étant négociés. Nombre d'entre eux ont été augmentés en janvier ; les prix de détail devraient suivre au mois d'avril. Un impôt sur le chiffre d'affaires, au taux de 5 %, devrait être introduit, mais sa répartition entre le pouvoir central et les républiques reste à préciser. Fin mars devrait être fait un premier pas vers la convertibilité du rouble avec l'ouverture d'un marché des devises limité aux banques soviétiques habilitées à réaliser ce type d'opérations. Une politique monétaire plus restrictive a été annoncée. L'office central de planification et de nombreux ministères industriels devraient disparaître partiellement. 23 000 entreprises devraient être privatisées. La gestion du commerce extérieur reste très incertaine ; les circuits de décision remplaçant ceux du Comecon n'ont pas encore été établis. La seule certitude est que la production va s'effondrer ; les estimations les plus diverses circulent, allant de 10 à 50 % pour le PNB.

Les pays de la région, au-delà de leurs différences, offrent durant cette période quatre caractéristiques communes. En premier lieu, ils mettent en œuvre des réformes tendant à rapprocher leur fonctionnement de celui des économies de marché. Il s'agit d'une continuation pour la Pologne et la Hongrie ; d'une mise en place pour la Tchécoslovaquie, la Bulgarie et la Roumanie ; de projets encore largement débattus pour l'URSS. En deuxième lieu, les incertitudes politiques sont grandes, le passage à l'économie de marché ayant un coût social élevé et suscitant des oppositions violentes. En troisième lieu, tous ces pays sauf l'URSS ont désormais passé des accords avec le FMI. Dans la mesure où ils les respectent, ils mettent donc en œuvre des politiques de restriction conjoncturelle et de libéralisation structurelle. En dernier lieu, tous ces pays sont concernés par la disparition du COMECON<sup>(9)</sup>. Les échanges entre anciens pays membres, singulièrement entre l'URSS et chacun des autres, doivent désormais s'effectuer aux prix du marché mondial et en devises convertibles. Annoncée dès la mi-1990, cette mesure a été anticipée dans ses effets par les pays d'Europe de l'Est qui se sont immédiatement tournés vers l'Occident ; les échanges intra-COMECON se sont donc effondrés avant la disparition du cadre institutionnel qui les régissait. Cette évolution est intervenue à un mauvais moment, celui d'un ralentissement marqué des importations occidentales. Au total la production industrielle, pour autant que les chiffres aient un sens, a diminué en 1990 de 25 % en Pologne, 13 % en

(9) Cf. T. Fricke : « L'Allemagne unie à l'Est. Une expansion commerciale plus difficile », *Lettre de l'OFCE* n° 83, 22 février 1991.

Bulgarie, 10 % en Hongrie, 5 % en URSS, 3,5 % en Tchécoslovaquie.

La plupart des pays, l'URSS faisant exception, ont été touchés par la hausse du prix du pétrole. Ils devaient en effet à partir de janvier 1991 s'approvisionner aux prix du marché et en devises convertibles. Là encore cette décision a été anticipée dès le début de l'été 1990 : leur fournisseur traditionnel — l'URSS — n'était plus en mesure de leur fournir les quantités habituelles (à la fois parce qu'elle souhaitait se procurer tout de suite des devises convertibles et parce que sa production intérieure diminuait). Ces pays ont donc dû acheter tout de suite une partie de leur pétrole sur le marché mondial, à un prix bien supérieur à celui auquel ils étaient accoutumés.

Dans ces conditions, loin d'offrir le « marché du siècle » dont certains observateurs avaient rêvé il y a peu de temps encore, l'Europe de l'Est a constitué un frein aux exportations de produits manufacturés des pays de l'OCDE. En volume, les importations de la première en provenance des seconds se sont effondrées de près de 30 % entre le dernier trimestre 1989 et le dernier trimestre 1990.

## **Du printemps 1991 à la fin de 1992 : des reprises lentes et échelonnées dans un contexte de marchés des capitaux peu tendus**

Le ralentissement du commerce mondial va se poursuivre encore quelque temps et continuer à affecter de manière inégale et rééquilibrante les principaux pôles de l'économie internationale. Les déséquilibres massifs des balances courantes tendent en effet à se réduire. En cette période de basse conjoncture puis de redémarrage modéré de l'activité, la demande de capitaux émanant de la plupart des pays industrialisés sera aisément satisfaite par l'offre.

Il en résulte une détente possible des politiques monétaires. Si la sphère réelle de l'économie mondiale semble devoir être peu dynamique pour l'économie française, la contrainte des taux d'intérêt pourrait en revanche être relâchée pendant quelques trimestres.

## **En dépit de lourds déficits budgétaires dans plusieurs pays de l'OCDE, l'offre et la demande mondiale de capitaux devraient s'équilibrer aisément**

**Malgré l'absence de coordination des politiques économiques, le rééquilibrage des balances des paiements entre grands pays industrialisés va s'accélérer**

En 1990, les importations de l'Europe de l'Est en produits manufacturés se sont donc effondrées. La plupart des autres segments de la demande mondiale ont subi des baisses ou des ralentissements plus ou moins prononcés. Le second semestre fait apparaître, relativement au premier (en volume, cvs, en rythme annuel) une baisse de 10 % pour l'OPEP largement dûe à l'embargo sur l'Irak et le Koweït et de 2,5 % pour les autres pays en voie de développement (les importations de l'Extrême-Orient elles-mêmes fléchissant). Parmi les pays de l'OCDE, ceux qui traversent une récession enregistrent une franche baisse (Canada, Suède, Royaume-Uni), d'autres une stagnation (Etats-Unis). En revanche, la poussée de demande intérieure se traduit par une explosion des importations japonaises (+ 20 %) et allemandes (+ 27 %). A l'exportation ces deux derniers pays perdent des parts de marché du fait que leurs appareils productifs se tournent davantage vers les marchés intérieurs et que leurs taux de change étaient fortement surévalués vis-à-vis du dollar au cours des trimestres précédents. Or l'effet sur les volumes de prix relatifs défavorables se produit avec un décalage de 3 à 4 trimestres. Une telle situation va se prolonger durant l'essentiel de 1991 : la récente remontée du dollar, si elle persiste, n'affectera pas les volumes avant la fin de l'année.

Aux Etats-Unis, une récession suivie d'une reprise lente entraînera pour les importations une forte baisse puis une faible remontée, tandis que le taux de change favorable des trimestres récents autorisera de très importants gains de parts de marché à l'exportation. Le déficit en produits industriels va en conséquence temporairement se réduire ; il recommencera à se creuser en fin d'année pour s'approfondir lentement en 1992. Le redressement initial de la balance courante sera d'autant plus ample que les Etats-Unis captent, pour des raisons politiques, l'essentiel du marché que constituera la reconstruction du Koweït. Ils développent par ailleurs leurs ventes d'armes à travers le monde, ayant fait la preuve de leur efficacité et se dotant des moyens financiers d'assurer de telles transactions <sup>(10)</sup>. Au premier semestre 1991 par ailleurs, la baisse du prix moyen du pétrole relativement au niveau du second semestre 1990 va alléger notablement la facture énergétique.

---

(10) A la mi-mars, l'Administration a soumis au Congrès une proposition visant à autoriser l'Export-Import Bank à garantir les contrats de vente d'armes à l'étranger.

Enfin, les Etats-Unis vont recevoir près de 40 milliards de dollars sous forme de transferts correspondant à la participation financière de pays tels que l'Arabie Saoudite, l'Allemagne et le Japon à la guerre du Golfe.

Le déficit de la balance courante va donc se réduire assez brutalement au deuxième trimestre avant de recommencer à se creuser au troisième n'atteignant alors toutefois que des niveaux très inférieurs à ceux des années récentes. Sur l'ensemble de l'année, il pourrait n'être que de 30 milliards en 1991 et 50 en 1992 (cf. le tableau retraçant à la fin de cette chronique les principales hypothèses de l'environnement international). Ce déficit était encore de 100 milliards en 1990 après avoir culminé à 160 milliards en 1987.

Les raisons qui viennent d'être évoquées produiront les effets inverses en Allemagne de l'Ouest. L'excédent avait continué à se gonfler jusqu'en 1989, atteignant 55 milliards en 1989 ; il était encore de 45 en 1990 ; il pourrait s'annuler en 1991. Ce renversement de tendance considérable sera dû à la poursuite de la double tendance affectant les volumes de produits manufacturés : pertes de parts de marché à l'exportation, vive croissance des importations. Il sera temporairement amplifié par les transferts de guerre aux Etats-Unis. La situation du Japon est intermédiaire. Ce pays bénéficiera particulièrement de l'abaissement du prix du pétrole ; l'évolution du yen au cours des semestres précédents laisse par ailleurs attendre de bonnes performances sur les marchés à l'exportation. Au total, le Japon n'enregistrerait qu'une légère diminution de son excédent courant en 1991, l'essentiel de ce mouvement ayant été opéré au cours des années passées : après avoir culminé à 87 milliards de dollars en 1987, celui-ci n'était plus que de 35 milliards en 1990.

Entre ces trois grands pays, il ne s'agit pas d'un jeu à somme nulle : leur solde cumulé, qui était de — 20 milliards en 1990, pourrait s'annuler en 1991. Il faut ajouter à cela que, sous l'effet de la forte récession qui le frappe, le Royaume-Uni (lui aussi bénéficiaire de transferts au titre de la guerre) va comme les Etats-Unis voir son déficit courant se réduire massivement : il pourrait passer de 30 à 10 milliards de dollars. Une amélioration de 40 milliards de dollars caractérisera ces 4 pays considérés comme un tout ; une détérioration de 40 milliards caractérisera donc au total le reste du monde.

Quelle sera la contrepartie de ces 40 milliards de dollars ? Les flux bruts sont bien sûr complexes, et les flux nets que l'on décrit ne sont qu'un résumé sommaire de la situation. De manière générale, ce ne sont pas les autres pays européens qui vont dégrader leurs balances courantes à hauteur de l'amélioration précitée. La plupart d'entre eux au contraire enregistreront des améliorations imputables à deux séries d'éléments : d'une part le retour du prix du pétrole à son niveau d'avant crise ; d'autre part le décalage conjoncturel avec l'Allemagne de l'Ouest. France, Italie, Espagne par exemple devraient réduire légèrement leurs déficits. Les pays producteurs d'hydrocarbures seraient en revanche un peu pénalisés : les Pays-Bas et la Norvège, dont les excédents diminueraient d'1 milliard de dollars chacun. Ce ne sont pas non plus les deux pays à fort déficit récent que sont le Canada et l'Australie : l'un et l'autre ont accusé l'an passé un solde de —14 mil-

liards de dollars, mais sont plongés dans des récessions suffisamment sévères pour abaisser ces montants.

Au total, le déficit de la zone OCDE se réduirait cette année de 40 à 50 milliards de dollars. En raison tant de l'évolution du prix du pétrole que des fortes importations qui vont être nécessaires cette année dans la région du Golfe, la majeure partie de la compensation va se trouver dans la zone OPEP : celle-ci passerait d'un excédent de 15 milliards à un déficit de 30. Il reste toutefois une légère marge aux autres Pays en voie de développement et à l'Europe de l'Est pour creuser un peu leur déficit ; de ce point de vue, leur contrainte extérieure s'allégera un peu.

### En dépit de son ampleur, le déficit budgétaire américain n'est pas alarmant

Aux Etats-Unis, les mois à venir seront influencés à la fois par le déroulement du budget fédéral voté l'an passé et par les anticipations relatives au budget en cours de discussion (cf. encadré 6). Les effets concrets de ce dernier se feront pleinement sentir durant l'année (calendaire) 1992. Les différentes mesures possibles du déficit sont retracées dans le tableau n° 1, en arrondissant les chiffres puisqu'ils ne traduisent

#### 1. Le déficit des finances publiques fédérales aux Etats-Unis

Années fiscales, milliards de dollars

	1990 (T4 1989 à T3 1990)	1991 (T4 1990 à T3 1991)	1992 (T4 1991 à T3 1992)
Déficit hors Sécurité sociale et hors assurance des dépôts (1)	- 220	- 270	- 255
Assurance des dépôts (2)	- 60	- 110	- 100
Sécurité sociale (3)	+ 60	+ 65	+ 70
Déficit hors Sécurité sociale (1) + (2)	- 280	- 380	- 355
Déficit hors assurance des dépôts (1) + (3)	- 160	- 205	- 185
Déficit consolidé de (1) + (2) + (3)	- 220	- 315	- 285
Objectif de la loi GRH concernant le déficit hors Sécurité sociale		- 327	- 317
Dépenses militaires	- 300	- 300	- 295
Dépenses d'intérêts nettes	- 185	- 200	- 205

Source : OMB.

de toutes façons que des ordres de grandeur. Les « 318 milliards de dollars » attendus pour l'exercice fiscal 1991, niveau le plus élevé jamais atteint en termes nominaux, s'entendent excédents de la Sécurité sociale inclus. On est plus proche de 380 milliards si l'on s'en tient au concept désormais visé par la loi GRH ; encore ce chiffre sous-estime-t-il la réalité puisqu'il est fondé sur des hypothèses macro-économiques peu vraisemblables. 400 milliards (soit 7,2 % du PNB) semblent constituer une estimation plus réaliste... mais pas nécessairement inquiétante. Deux remarques peuvent être faites.

## **6. Le vote du budget aux Etats-Unis**

Comme tous les ans au mois de février, le président des Etats-Unis a récemment soumis au Congrès la proposition de budget élaborée par l'Administration pour l'année fiscale à venir, c'est-à-dire pour les 12 mois commençant en octobre suivant. Ces propositions seront débattues sans doute jusque fin septembre, un accord intervenant traditionnellement au dernier moment. Comme de coutume, le budget fédéral fait l'objet d'un accord poste par poste et non pas d'un vote bloqué ; sa mouture finale tend donc à perdre la cohérence qu'il pouvait initialement avoir. Comme de coutume, et comme dans tous les pays industrialisés, il est fondé sur des hypothèses macro-économiques élaborées par l'Administration ; celles-ci paraissent particulièrement peu pertinentes cette année, car elles n'incluent pas l'évidence de la récession de sorte qu'elles sous-estiment a priori l'ampleur du déficit. Comme depuis quelques années, des objectifs de moyen terme bornent les dépenses : un accord est intervenu en octobre 1990 pour réviser la loi Gramm-Hollings-Rudman et fixer des limites sur la période 1991-1995. Deux spécificités marquent en outre les finances publiques dans la période en cours. D'une part, le budget a été élaboré à une époque où l'issue de la crise du Golfe était incertaine ; on a dit toutefois que les retombées de la guerre seraient finalement minimales. D'autre part, les différentes mesures du budget sont particulièrement éloignées les unes des autres cette année, car du déficit fédéral se retranche un excédent de Sécurité sociale mais s'ajoute un énorme déficit imputable à l'assurance fédérale des dépôts des institutions financières. La nouvelle mouture de la loi GRH fixe désormais des objectifs au déséquilibre des opérations budgétaires hors comptes d'affectation du système de Sécurité sociale ; l'Administration toutefois continue de privilégier le concept de « déficit consolidé » qui inclue ce système.

D'une part il s'agit d'un problème d'ordre interne qui ne pèsera pas sur le marché mondial des capitaux. Les « déficits jumeaux » ont depuis plusieurs années cessé d'être jumeaux. En 1990 (année calendaire), le déficit budgétaire atteignait 315 milliards de dollars, soit plus du triple du déficit de la balance courante ; en 1989 le rapport était déjà du simple au double. Pour l'année fiscale 1991, le rapport nous semble devoir être de 1 à 10. Les Etats-Unis n'opéreront quasiment pas de ponction sur l'épargne étrangère, contrairement à ce qui s'est passé durant la majeure partie des années quatre-vingt ; ils n'exerceront pas

de pression à la hausse sur les taux d'intérêt. La dette extérieure nette, rapportée au PNB, baissera.

D'autre part le déficit budgétaire est en train de passer de 280 à 400 milliards en rythme annuel. Le déficit courant, c'est-à-dire l'apport de l'épargne étrangère, passant dans le même temps de 100 à 30 milliards, l'épargne intérieure nette va se gonfler de 190 milliards. Cela met-il en jeu un effet d'éviction considérable ? La réponse doit être nuancée. 190 milliards en année pleine, cela équivaldrait à une baisse de 5,2 % de la consommation des ménages, ou bien une baisse de 85 % de l'investissement en logement ; ou bien une baisse de 35 % de l'investissement des entreprises, ou bien une liquidation massive des stocks des entreprises. En pratique, c'est une combinaison de ces quatre éléments qui est déjà en voie de se réaliser spontanément, c'est-à-dire autrement que par le jeu de taux d'intérêt élevés, ceux-là étant même orientés à la baisse. Rien de très dramatique dans ces évolutions (retracées dans le tableau n° 3 situé en fin de chronique) pourvu qu'elles ne se perpétuent pas année après année. C'est de manière dynamique que ces ajustements doivent être appréhendés. Il n'y a pas récession parce que le déficit budgétaire se creuse au moment où le déficit courant se réduit ; au contraire le déficit budgétaire se creuse tandis que le déficit courant se réduit parce que l'économie est en récession. Il faut ajouter qu'une large partie du déficit se finance de lui même, puisque le déficit issu de la garantie des dépôts correspond d'une manière ou d'une autre à des titres publics remis aux épargnants. Il est vrai que cela implique la transformation de dépôts en titres d'une manière qui n'est pas nécessairement souhaitée par les épargnants. La réduction des liquidités qui en résulte peut entraîner une tension sur les taux longs ; mais le FED peut y répondre en réduisant les taux courts.

Le déficit fédéral n'a pas de conséquences financières graves à court terme. Qui plus est, il se réduira l'an prochain (et sans doute en 1993) sous le double effet du redémarrage de l'activité et du dégonflement du déficit dû au sauvetage des secteurs en faillite du système financier. Il n'en reste pas moins qu'à court terme, la conséquence d'un tel solde est que l'Administration ne dispose plus d'aucune marge de manœuvre pour agir conjoncturellement. Elle ne peut en aucun cas accroître délibérément les recettes ou abaisser les impôts pour accélérer la sortie de récession. Tout le pouvoir de décision est désormais aux mains du FED, c'est-à-dire d'autorités nommées et non pas élues. A moyen terme la question d'un relèvement des impôts se posera afin de réellement réduire le déficit hors assurance des dépôts et hors Sécurité sociale et de rendre quelques degrés de liberté aux finances publiques.

### **Le déficit budgétaire allemand est un peu plus préoccupant pour ce pays et pour les marchés mondiaux**

L'unification économique et monétaire de l'Allemagne s'avère avoir un coût très largement supérieur à ce que les autorités ouest-allemandes avaient imaginé il y a un an. L'état de l'appareil productif dans les Länder de l'Est est tel que la production continue à s'effondrer mois

après mois. Une partie des entreprises étaient spécialisées dans la fabrication de produits destinés à l'exportation vers les autres pays d'Europe de l'Est, produits dont le marché s'effondre avec la dissolution du Comecon et qui sont invendables en Occident. Le passage rapide à l'économie sociale de marché aurait impliqué la fermeture des fractions non rentables de l'appareil productif, et donc le licenciement des salariés concernés. A la fin de l'année 1990 il est apparu que cette stratégie ne pouvait pas être mise en œuvre brutalement, étant donné l'ampleur de son champ d'application ; le gouvernement ouest-allemand se voit contraint de subventionner de nombreuses entreprises pour qu'elles fonctionnent à perte. Grâce à la réglementation favorable concernant le traitement du chômage technique et l'application fréquente de clauses de protection contre les licenciements, le nombre des chômeurs s'élevait « seulement » à 760 000 fin 1990 tandis que 1,8 millions de personnes étaient concernées par le chômage technique. Le nombre des personnes actives employées atteignait alors 7,8 millions contre 9,5 millions un an avant, la baisse ayant notamment eu pour contrepartie des départs massifs de population. L'immigration vers l'Ouest se poursuit. Cela appelle aussi un coût budgétaire en termes de transferts sociaux, une certaine protection étant garantie aux Allemands. Le point bas de la production est-allemande ne sera sans doute guère atteint avant le second semestre 1992. Certes, 280 000 entreprises ont été créées en 1990 ; mais la moitié d'entre elles sont enregistrées dans le secteur du commerce et de la restauration. L'évolution est beaucoup moins favorable dans l'industrie.

Jusqu'aux élections de décembre, l'éventualité d'une hausse des impôts avait été écartée. Un premier train de mesures a été décidé en janvier. Il s'est rapidement avéré insuffisant pour empêcher une explosion du déficit public, de sorte que d'autres mesures ont été adoptées début mars (cf. encadré 7). Assez mal perçu par les ménages ouest-allemands, il est fortement critiqué par la Bundesbank et n'empêchera pas le déficit budgétaire de se creuser lourdement.

## **7. Budget et croissance en RFA**

L'objectif officiel concernant le déficit des collectivités territoriales (hors Sécurité sociale) a été fixé, en automne dernier, à 140 milliards de DM pour 1991 (ou 5 % du PNB), après environ 90 milliards en 1990. L'augmentation forte des dépenses liées notamment à l'unification rendait cependant probable un déficit dépassant largement les 150 milliards de DM en l'absence d'un accroissement sensible des recettes publiques.

En début d'année, le gouvernement a adopté une hausse des cotisations à l'assurance chômage (2,5 points de pourcentage) et le relèvement des tarifs de télécommunication à partir du 1<sup>er</sup> avril 1991. De fortes augmentations d'impôts s'ajouteront à partir du 1<sup>er</sup> juillet 1991, selon les décisions prises à la fin du mois de février. La « surtaxe de solidarité » (7,5 %) sur les revenus et les sociétés serait limitée à un an. L'impôt sur

les produits pétroliers augmentera d'environ 25 %, l'impôt sur les assurances de 3 %. La hausse de la taxe sur le tabac interviendra au 1<sup>er</sup> janvier 1992. Un relèvement d'un ou deux points de pourcentage de la TVA (actuellement 14 %) pourrait intervenir au plus tard en 1993. Dans l'ensemble, la hausse de prélèvements obligatoires se traduira par des recettes d'Etat supplémentaires d'environ 32 milliards de DM en 1991 et 40 milliards en 1992.

Les gains en termes de recettes seront compensés au moins partiellement par une croissance forte des dépenses publiques. La suppression de subventions à l'Ouest n'interviendra que progressivement. La charge budgétaire liée à la contribution allemande — au total 18 milliards de DM — au financement de la guerre du Golfe est estimée à environ 8 milliards de DM. Surtout, les dépenses en faveur de l'ex-RDA, qui correspondent à plus d'un quart dans le seul budget fédéral — 412 milliards de DM — cette année, seront plus importantes que prévu en automne dernier. L'assistance au secteur public en Allemagne de l'Est atteindra plus de 80 milliards de DM (au lieu de 50 milliards en 1990), dont au moins 25 milliards en faveur du secteur social et presque autant en faveur des infrastructures. Le « Fonds de l'unité » — 115 milliards de DM jusqu'en 1994 — n'a pas été augmenté et les « Länder » et communes à l'Est profiteront de l'ensemble des 35 milliards de DM prévus pour 1991.

Le programme « reprise à l'Est » — adopté en même temps que les hausses d'impôts — prévoit des dépenses supplémentaires de 24 milliards de DM en 1991 et 1992. Sur les 12 milliards de DM prévus en 1991, 5 milliards vont directement au profit des communes, dont les besoins de financement notamment dans l'administration, les écoles et hopitaux, et dans le secteur du logement sont considérables ; 7 milliards de DM sont destinés aux infrastructures, à l'environnement et à l'emploi.

L'entreprise Télécom prévoit un investissement de 7 milliards de DM dans les télécommunications est-allemandes en 1991. Le secteur privé dans l'ex-RDA pourrait profiter de la prolongation du traitement fiscal exceptionnel des investissements et de leur amortissement jusqu'à la fin de 1991, et des programmes de crédits à conditions favorables. La Treuhandanstalt, qui avait emprunté 25 milliards de DM pour 1990 et 1991, continuera à verser des aides aux entreprises en voie de privatisation. Les recettes de privatisation (estimées à 14 milliards de DM, au lieu de 4 milliards en 1990) seront largement inférieures aux dépenses (35 milliards de DM) cette année. L'Office fédéral pour l'emploi prévoit des dépenses de 17 milliards de DM destinées à l'indemnisation du chômage et du chômage technique à l'Est, dont l'estimation très optimiste est respectivement de 1,1 et 1,4 million de personnes en moyenne annuelle pour 1991. La réglementation favorable concernant le chômage technique a été prolongée jusqu'à la fin de l'année.

La pression fiscale plus forte accentuera a priori le ralentissement de la conjoncture dans l'ancienne RFA et affectera ainsi le niveau des recettes d'Etat. D'après l'institut IFO de Munich, les hausses d'impôts, par leurs effets sur le revenu disponible et les prix, provoqueront un ralentissement de la consommation des ménages de 0,75 points, si l'on tient compte d'une baisse de 0,5 à 0,75 points du taux d'épargne. La croissance du PNB réel ouest-allemand sera ainsi affectée de 0,25 à 0,5 points en 1991. Cependant, l'impact macroéconomique des dépenses en faveur de l'ex-RDA compensera partiellement ces pertes en termes de croissance, vue la forte propension est-allemande « d'importer » en provenance de l'Ouest.

Au total, ces effets divergents devraient se solder par un léger ralentissement supplémentaire de la conjoncture ouest-allemande et donc des recettes budgétaires. Une perte de 0,25 point de croissance du PNB provoquerait une perte de revenus publics d'environ 3 ou 4 milliards de DM. En l'absence d'une stabilisation de la situation dans les nouveaux « Länder », les besoins de financement pourraient rapidement dépasser les prévisions officielles. La hausse des recettes d'Etat liée au relèvement des impôts sera ainsi insuffisante et le déficit des collectivités territoriales sera de nouveau supérieur d'au moins 10 à 20 milliards de DM à l'objectif initial de 140 milliards de DM en 1991.

Le président de la Bundesbank a publiquement exprimé fin mars qu'il considérait l'union économique allemande comme un désastre. Les autorités monétaires souhaitent à la fois plus de rigueur dans l'application de l'économie sociale de marché, c'est-à-dire un moindre gonflement des transferts vers les ménages et les entreprises des Länder de l'est, et le recours à d'autres moyens pour couvrir les dépenses subsistant. Elles préconisent une réduction des dépenses plutôt qu'une hausse des impôts et craignent que ne s'enclenche en Allemagne un processus comparable à celui que les Etats-Unis ont vécu durant les années quatre-vingt : un déficit budgétaire considéré comme transitoire parce que s'apparentant à un investissement, apparaissant au bout de quelques années comme permanent et totalement incontrôlable. Comme la FED dix ans auparavant, la Bundesbank réagit par un durcissement de sa propre politique. En 1991 et 1992, il est clair que l'Allemagne sera l'une des zones mondiales où la demande de capitaux sera la plus forte, et assortie de rémunérations élevées. Cela ne suffira pas à tendre le marché mondial.

### **La demande mondiale de capitaux sera limitée en 1991 et s'accroîtra lentement en 1992**

Les économies industrialisées traversant une phase de récession ou simplement de fort ralentissement réduisent leur demande de capitaux, car l'investissement diminue ou se ralentit. Avec retard sur les autres pays, le Japon dès le début de l'année 1991, l'Allemagne de l'Ouest à partir du milieu de l'année, s'engageront eux aussi dans la voie d'un ralentissement de leur activité. Dans ces zones la demande de capitaux sera au total, et en dépit de la situation allemande, peu soutenue au cours des prochains semestres.

Les flux de capitaux tournés vers l'Europe de l'Est seront, au moins durant cette période, beaucoup moins amples que ne l'envisageaient de nombreux observateurs il y a un an encore. Un endettement massif de leur part n'est en effet souhaité ni par eux ni par leurs éventuels créditeurs. Les fonds publics s'avèrent parcimonieux, et le blocage du processus des réformes en URSS éloigne du marché des capitaux, au moins provisoirement, le débiteur potentiel le plus grand.

La reconstruction du Koweït se traduira certainement par des levées d'emprunts sur les marchés internationaux, qui s'ajouteront à ceux récemment lancés par l'Arabie saoudite. Il est peu probable toutefois que ces opérations prennent une dimension exceptionnelle. Les estimations les plus courantes sur le coût de la reconstruction sont de l'ordre de 40 milliards de dollars. Les dépenses correspondantes seront étalées sur plusieurs années et une partie pourrait être financée directement par les revenus de placement de l'Emirat, qui s'élevaient à 9 milliards en 1989. En supposant une reprise lente des exportations pétrolières, les besoins de financement extérieurs ne devraient pas excéder 7 à 8 milliards par an.

Est-ce à dire que le problème de l'insuffisance mondiale de l'épargne face aux besoins de capitaux a disparu ? Assurément non, mais il doit être formulé avec deux réserves. La première, traditionnelle, est que la demande ne s'identifie pas aux besoins : ceux-ci sont considérables, mais en termes de marché cela n'a guère de signification. La seconde est que le problème est repoussé dans le temps par le creux conjoncturel que traverse la zone OCDE. Il recommencera à se poser, graduellement, en 1992, et reprendra sans doute toute son acuité fin 1993.

## **Les perspectives pour l'inflation étant en outre généralement bonnes, les politiques monétaires devraient autoriser le redémarrage de la croissance**

### **Les rythmes de hausse des prix se ralentiront en 1991**

Les incertitudes qui concernaient le prix du pétrole depuis le mois d'août 1990 sont désormais quasiment levées. Deux séries de facteurs incitent aujourd'hui à penser que se produira un retour graduel au prix d'équilibre de moyen terme du marché. D'une part, l'offre soustraite au marché depuis août n'y reviendra pas rapidement. La levée du blocus sur l'Irak n'est pas imminente, la destruction des capacités koweïtiennes est telle que plusieurs trimestres s'écouleront avant qu'elles puissent fonctionner normalement. D'autre part, le poids politique des Etats-Unis sur les décisions de l'OPEP sort considérablement renforcé de la guerre. Les Etats-Unis n'ont aucun intérêt à ce que le prix du pétrole baisse trop fortement, à la fois parce qu'ils sont le premier producteur mondial et veulent éviter de plonger dans la récession des

régions telles que le Texas, et parce qu'ils veulent éviter des à-coups toujours perturbateurs sur ce marché. Il y aura certes baisse des prix au cours des prochains mois, sous l'effet notamment de facteurs saisonniers, mais il semble qu'une chute en dessous de 15 dollars le baril puisse être évitée et que le point bas, en termes de moyenne trimestrielle, doive être atteint au deuxième trimestre 1991 à 16 \$/baril.

Cette évolution modérée conduit toutefois à un renversement entre la moyenne du second semestre 1990 (28,5 \$ en moyenne) et celle du premier semestre 1991 (18,5 \$). Même si la répercussion dans les prix de gros puis de détail n'est pas intégrale, une marche vers le bas sera néanmoins franchie par l'inflation dans les pays de l'OCDE.

Dans le même temps, en raison du creux conjoncturel mondial, le cours des matières premières industrielles continuera de fléchir jusqu'à l'été 1991 avant d'enregistrer un lent redressement.

Le second facteur d'inflation dans les pays industrialisés au cours des semestres récents avait trait aux tensions sur les facteurs de production. Celles-ci sont évidemment atténuées par les ralentissements et plus encore les récessions pour ce qui est du capital : les taux d'utilisation des capacités productives se détendent presque partout, y compris au Japon, la seule exception appelée à disparaître dès les prochains mois étant constituée par l'Allemagne de l'Ouest. En ce qui concerne les marchés du travail, des tensions subsistent mais ne sont pas généralisées. Aux Etats-Unis, les salaires nominaux n'ont pas enregistré de flambée en dépit du faible taux de chômage atteint à la mi-1990 ; les salaires réels diminuent fortement dans le secteur tertiaire depuis la fin 1989, comme ils le faisaient depuis la mi-1986 dans le secteur manufacturier. Au Japon, les négociations de printemps en cours se solderont vraisemblablement par des augmentations nominales proches de 6 %. Les gains de productivité étant encore proches de 4 %, les coûts salariaux unitaires progresseront raisonnablement. L'évolution en Allemagne de l'Ouest sera de même nature, mais un cran en-dessous : les salaires nominaux augmenteront de 5,5 % pour des gains de productivité de l'ordre de 2 % ; l'accélération des coûts salariaux est indéniable, mais reste dans des limites raisonnables.

Pour les pays à forte inflation salariale, la récession en cours pourrait conduire à un infléchissement des comportements. C'est peut-être le cas en Suède. C'est, de manière plus importante, probablement le cas au Royaume-Uni. Les augmentations de salaire (au rythme proche de 10 %) y excèdent largement les gains de productivité (proches de zéro). Il n'est pas certain que la récession soit le moment où apparaîtront des gains de productivité. Traditionnellement, en une telle phase du cycle, l'emploi baisse certes rapidement mais moins que la production ; c'est au moment du redémarrage, sans embauche, que la productivité se redresse. La précédente récession, celle des premières années 1980, semble faire exception à la règle. En fait, les transformations politiques et institutionnelles que mettait alors en œuvre le gouvernement Thatcher expliquent de tels gains qui ne sont pas susceptibles de se reproduire avec une pareille amplitude dans la phase actuelle. Il y a beaucoup moins de temps morts à supprimer dans les heures ouvrables, en dépit du fort mouvement d'investissement des semestres récents. Ce qui est en jeu actuellement au Royaume-Uni, c'est un

ralentissement marqué, et durable, des augmentations nominales sous la double contrainte du chômage et des mécanismes du SME. Ceux-ci confrontent les chefs d'entreprises au choix entre la rigueur salariale ou la perte absolue de compétitivité, puisqu'il n'est pas question de recourir de manière récurrente à un ajustement par le taux de change. Si un tel ajustement, ample, devait s'imposer fin 1991, il signifierait que les structures du Royaume-Uni ne lui permettent pas de poursuivre l'expérience. La sortie du SME à plus ou moins brève échéance en serait la sanction. On fait ici l'hypothèse que les entreprises, conscientes de l'enjeu, adopteront en matière salariale des positions extrêmement fermes. Certes, les contrats conclus pour des durées pluri-annuelles continueront à exercer leurs effets, de sorte que le salaire moyen ne se ralentira que progressivement ; mais on escompte l'enclenchement d'un tel ralentissement.

Les indices de prix à la consommation (et leur traduction concrète en termes de pouvoir d'achat des ménages) intégreront par ailleurs dans plusieurs pays l'impact d'une modification de l'imposition indirecte. En Allemagne, il s'agira d'un mouvement à la hausse. Les augmentations qui interviendront en juillet se répercuteront immédiatement pour faire apparaître ce mois-là une marche dans l'indice ; mais il ne s'ensuivra pas un mécanisme inflationniste, c'est-à-dire une augmentation des revenus nominaux porteuse de nouvelles hausses des prix. Au Royaume-Uni, il s'agira d'un mouvement à la baisse : la suppression de la Poll tax, bien qu'elle doive être compensée par un relèvement des taux de TVA, se traduira par une baisse temporaire de l'indice des prix. Dans ces conditions les prix à la consommation pourraient n'augmenter en moyenne que de 6,5 % au Royaume-Uni en 1991 (contre 9,5 % en 1990). L'inflation américaine s'établirait au voisinage de 4 %, celles de l'Allemagne de l'Ouest et du Japon seraient un peu inférieures à 3,5 %.

### **Une détente de la politique monétaire américaine est, dans ce contexte, vraisemblable**

La politique monétaire des Etats-Unis s'est déjà assouplie depuis l'été 1990 ; elle continuera à le faire au moins jusqu'à l'été 1991. Cela semblera en effet à la fois nécessaire et possible.

Nécessaire, parce qu'il s'avérera rapidement, ce dont du reste le FED est convaincu, que la récession n'est pas due à la crise du Golfe et qu'en conséquence la fin de la guerre ne provoquera pas une reprise durable. Le léger rebond imputable à la fin de l'attentisme apparaîtra sans lendemains. Or la poursuite d'une récession au-delà de l'été fait courir de graves risques à une économie dont le système financier est très fragile. Les autorités économiques ne laisseront pas l'assainissement aller jusqu'à son terme, optant pour la prise en charge immédiate des secteurs en faillite puis la mise en œuvre de réformes structurelles susceptibles d'apurer la situation progressivement.

Possible, parce que les risques liés à une détente seront minimes. Lorsqu'il s'avérera que l'inflation se situe sur un rythme de 4 et non pas

de 6 %, les taux d'intérêt réels apparaîtront élevés : les FED funds peuvent descendre sans danger jusqu'à 5,5 %. Le mauvais chiffre des prix de février différera un peu ce mouvement qui s'opérera après la publication d'un meilleur indice pour mars. Par ailleurs il n'y a pas à craindre un différentiel de taux avec l'Allemagne ou le Japon puisque le solde extérieur à financer sera fortement réduit (et que certains pays du Golfe pourraient se révéler être des bailleurs de fonds très coopératifs si d'aventure quelques milliards de dollars manquaient à l'appel).

Cette détente de la politique sera-t-elle pour autant efficace ? Au printemps 1991, le credit crunch est certes l'œuvre des banques et non pas du FED. Il ne doit toutefois pas être exagéré : la demande de crédit ne se heurte pas massivement à une insuffisance d'offre car elle est elle-même réduite en période de récession. Un abaissement des taux d'intérêt à court et long terme facilitera le redémarrage. Qui plus est, les autorités monétaires ont décidé à l'hiver 1990/1991 de recommencer à observer attentivement M2, dont le contrôle avait été abandonné il y a plusieurs années. L'essentiel des modifications de portefeuille occasionnées par la déréglementation financière des dernières années soixante-dix et premières années quatre-vingt étant désormais achevé, cet agrégat retrouverait sa signification économique et pourrait donc redevenir un objectif intermédiaire de la politique économique. En fait, remettre M2 en lumière présente pour le FED l'avantage de pouvoir mener une politique plus souple car une large partie du financement de l'économie, non recensée dans cet agrégat intermédiaire, peut évoluer plus vite que lui. Cela présente du reste quelques risques pour les tensions inflationnistes à partir du second semestre 1992.

Les problèmes de fond du système financier sont traités autrement que par une politique conjoncturelle restrictive. Ils passent dans l'immédiat par la prise en charge budgétaire des secteurs en difficulté ; et pour l'avenir par une réforme des institutions (cf. encadré 3).

**Cela autorisera à plus ou moins brève échéance une baisse des taux d'intérêt mondiaux sans que les cours des changes s'en trouvent bouleversés**

Les deux autres grands pays industrialisés se trouvent, on l'a dit, dans des configurations conjoncturelles presque inverses de celle des Etats-Unis. Néanmoins, eux aussi abaisseront leurs taux d'intérêt sans doute dès le courant du deuxième trimestre 1991.

Au Japon, sous l'effet d'une politique monétaire très restrictive visant à résorber l'excès de liquidités accumulé les années antérieures et à lutter contre les tensions inflationnistes dues à la surchauffe de l'économie, les taux d'intérêt à court terme ont entamé à la mi-1988 un mouvement de hausse qui s'était poursuivi jusqu'à la fin de l'année 1990 ; ils s'étaient accrus de près de 5 points en deux ans et demi. En janvier 1991 toutefois le mouvement s'est interrompu, laissant place dans un premier temps à une stabilisation. Les taux à long terme, au-delà de fluctuations de court terme, ont amorcé une décrue dès le mois

d'octobre 1990, lorsqu'il est apparu qu'en dépit des incertitudes pétrolières l'inflation était sous contrôle. Ils ont déjà perdu 2 points entre septembre 1990 et février 1991. Le ralentissement de la conjoncture et l'évolution des taux américains plaident à présent pour des baisses, certes modérées, des taux à court terme.

En Allemagne, la hausse des taux courts qui s'était amorcée à la mi-1988 avait marqué à partir de l'automne 1989 une pause de près d'une année. Face aux risques inflationnistes liés à l'unification, la Bundesbank a de nouveau durci sa position en novembre 1990 et a jugé opportun de le faire à nouveau le 1<sup>er</sup> février 1991, au début de la guerre, en augmentant le taux Lombard et le taux de l'escompte d'un demi-point. La hausse du taux au jour le jour a repris durant cette période, quoiqu'à un rythme ralenti. Elle a au total atteint près de 5 points et demie entre la mi-1988 et mars 1991. Les taux longs en revanche ont cessé d'augmenter dès le printemps 1990. En effet leur montée rapide depuis la mi-1989 anticipait les tensions liées au financement de l'unification : une fois de plus, l'effet a devancé la cause. Qui plus est, à 9 % durant les premiers mois de 1991, les taux d'intérêt longs — si l'on admet que le rythme de hausse des prix s'établira au voisinage de 3,5 puis 3 % au cours des prochains semestres — dégagent encore une marge réelle élevée. C'est sans doute à l'été que les taux allemands, sensibles au ralentissement de la conjoncture et aux bonnes performances en matière d'inflation contenue, amorceront un lent mouvement de baisse.

En tout état de cause, le haut niveau des taux allemands n'exerce guère d'effets de contagion sur les autres économies européennes. Il s'oppose sans doute à une baisse marquée, mais n'a pas empêché en mars 1991 l'abaissement des taux espagnol, britannique et français sans que les monnaies de ces pays aient à en pâtir.

Le DM, il est vrai, ne fait pas figure de monnaie forte. Le dollar a entamé à la fin de la guerre un mouvement de hausse plus rapide contre la monnaie allemande (15 % entre la mi-février et la fin mars) que contre le yen (10 %). Pourquoi ? Les différentiels de taux d'intérêt et la configuration des balances courantes auraient, à eux seuls, eu tendance à provoquer plutôt une baisse de la devise américaine d'autant que celle-ci n'avait plus à jouer un rôle de valeur refuge en cette période de victoire militaire. Les anticipations ont certainement joué un rôle crucial : on assiste sans doute à une montée du dollar motivée par le rééquilibrage des balances courantes avant qu'il ne se produise. Au moment où il sera patent, c'est-à-dire au milieu de l'année 1991, la prévision la plus communément admise sera sans doute une dégradation du solde américain dans le courant du second semestre, appelant alors une dépréciation du dollar. Paradoxalement pour l'observateur non averti, le dollar aura donc tendance, sous le jeu des anticipations, à faire de manière très ponctuelle le contraire de ce que suggère l'analyse usuelle. Il est possible par ailleurs que le dollar soit au mois de mars « dopé » par des facteurs psychologiques liés à l'issue de la guerre, et par l'anticipation, erronée nous semble-t-il, d'une reprise de l'activité américaine dès le mois d'avril. Dès le second semestre toutefois, les facteurs fondamentaux retrouveront tout leur impact pour maintenir le taux de change du dollar à bas niveau.

L'Allemagne est plus touchée que le yen par l'appréciation du dollar parce que l'Allemagne est confrontée à des difficultés structurelles et non pas simplement à une surchauffe conjoncturelle. L'absorption de l'ex-RDA s'apparente à une perte d'efficacité à moyen terme de l'économie allemande : le stock de capital par tête s'y trouve notablement abaissé. Certes, il y a là source de dynamisme par l'effort d'investissement requis. Certes encore, à horizon de 5 ans cela signifie une puissance économique allemande accrue. Dans l'immédiat, cela veut dire disparition de l'excédent courant et baisse de la confiance dans l'économie en raison des difficultés nouvelles de partage des revenus.

C'est l'une des raisons pour lesquelles le Royaume-Uni a pu abaisser ses taux d'intérêt sans que la Livre ne se trouve tirée vers le plancher du SME. Cette devise sera sans doute soumise à des pressions durant le second semestre 1991. Mais, la tendance encourageante du ralentissement de l'inflation aidant, il est possible qu'un ajustement intervenant à ce moment là ressemble à celui que l'Italie avait opéré en janvier 1990 et non à une dévaluation importante. La marge de fluctuation pourrait être ramenée des 6 % exceptionnels actuels aux 2,25 % qui prévalent pour les autres monnaies, la nouvelle bande étant située en bas de l'ancienne.

### **Les pays industrialisés enregistreront alors des reprises lentes et échelonnées**

La détente monétaire favorisera les reprises. Celles-ci ne sont pour autant ni imminentes ni susceptibles d'être rapides.

Les Etats-Unis font l'objet de prévisions très diverses. Les observateurs les plus optimistes jugent que le redémarrage va intervenir sous peu en raison de la fin de la guerre, soit que celle-ci ait constitué la cause majeure de la récession, soit même qu'un sursaut d'ordre psychologique permette d'aller au-delà du cheminement qui aurait été normal. Il est vraisemblable qu'un certain optimisme caractérise actuellement les ménages et les entreprises d'un pays qui vient de faire preuve de sa suprématie militaire. Cela peut assurément susciter un rebond de demande. Mais il nous semble que celui-ci ne peut être qu'éphémère. Une véritable reprise n'interviendra sans doute qu'au troisième trimestre. Le taux de croissance du PNB sera par la suite plus faible que lors des phases comparables des cycles précédents, précisément parce que la récession aura été relativement faible et brève (relativement seulement : le PNB affichera une décroissance en moyenne annuelle en 1991). L'assainissement n'aura eu lieu que partiellement, les parcs de biens durables, logement, bâtiments productifs et équipement des entreprises n'auront pas besoin d'être rapidement renouvelés ou étendus.

Les reprises seront d'autant plus tardives que l'entrée dans la phase de ralentissement conjoncturel l'aura été. Le Royaume-Uni pourrait suivre un cheminement analogue à celui des Etats-Unis. Les pays d'Europe continentale en revanche ne peuvent guère espérer un rebond avant la fin de l'année, rebond qui pourrait n'intervenir au Japon qu'au début de

1992 et en Allemagne de l'Ouest au milieu de cette année-là. Ce dernier pays connaîtra en 1991 un taux de croissance de son PNB certes très inférieur à celui de 1990, mais supérieur à celui de la plupart des autres pays européens. Sa demande intérieure sera en effet stimulée de plusieurs manières. Les augmentations de pouvoir d'achat, appliquées à un nombre de salariés légèrement croissant, produiront un revenu des ménages encore en hausse. En dépit des augmentations d'impôt, le déficit budgétaire sera important. Enfin les immigrants en provenance des Länder de l'Est auront un revenu certes faible, mais ils le dépenseront en totalité ce qui exercerait sur la consommation des ménages un effet de près de 1/2 point. Cette évolution, jointe aux besoins de reconstruction dans les Länder de l'est, incitera les entreprises à poursuivre un certain effort d'investissement. Les exportations continueront à être entravées et les importations à progresser à un rythme encore important quoique ralenti. Pour les autres pays européens, il faut souligner le fait que le taux de croissance du PNB masque un effet d'entraînement encore certain : la demande intérieure allemande, source d'exportations pour les autres, s'accroîtra de manière soutenue. A l'intérieur de l'Allemagne, la dichotomie constatée en 1990 se poursuivra au cours des prochains semestres : la situation de l'ex-RDA va continuer de se dégrader.

En 1992, les pays européens verront leur croissance s'accélérer à la fois pour des raisons conjoncturelles et par l'effet de la mise en œuvre du grand marché. Le Japon bénéficiera du redémarrage du marché nord-américain, de sorte que tous les pays industrialisés croîtront en même temps, et de manière cumulative par le jeu du commerce mondial. Cette période ne devrait pas encore voir l'inflation s'accélérer.

### **Le reste du monde sera moins dynamique**

Après trois années de croissance les importations de produits manufacturés des pays en développement, NPI et OPEP inclus, stagneront en 1991. Les résultats négatifs de la zone OPEP pèseront sur cette évolution d'ensemble.

1991 ne sera pas encore l'année du décollage en Europe de l'Est, loin s'en faut. La production pourrait, au mieux, se stabiliser dans les pays déjà bien engagés dans la voie des réformes. Elle est par contre assurée de baisser dans les pays qui vont mettre en œuvre des trains de mesures importants. Dans ces conditions, il est clair pour le commerce mondial que l'Europe de l'Est va cette année encore, et peut-être à nouveau en 1992, jouer un rôle de frein.

Au total, le commerce mondial de produits manufacturés pourrait enregistrer en 1991 une croissance très faible, voire nulle. Les marchés traditionnels de la France toutefois, au premier chef l'Allemagne, seront plus dynamiques que les pays anglo-saxons ou les zones non OCDE. En conséquence, la demande adressée à notre pays pourrait augmenter encore de 2 %. 1992 sera l'année du redémarrage du commerce mondial.

## **Le chômage s'amplifiera jusqu'à ce que de meilleures conditions de financement favorisent la reprise de la croissance**

### **Un rebond à la fin de l'année 1991**

Fin septembre 1990, la chronique de conjoncture présentant la prévision de l'économie française comportait, dans sa conclusion, l'analyse suivante :

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

Pour formuler, en mars 1991, une prévision pour cette année et l'année prochaine, il faut d'abord estimer l'impact qu'ont eu la tension internationale croissante durant le dernier trimestre 1990 et le conflit proprement dit en janvier-février 1991. De l'ampleur et des raisons de l'attentisme des agents, ménages et entreprises, dépendent la date et la vigueur de la reprise économique à venir. Celle-ci ne devrait pas se produire avant le second semestre 1991 car les causes du ralentissement n'ont pas disparu avec la fin de la guerre.

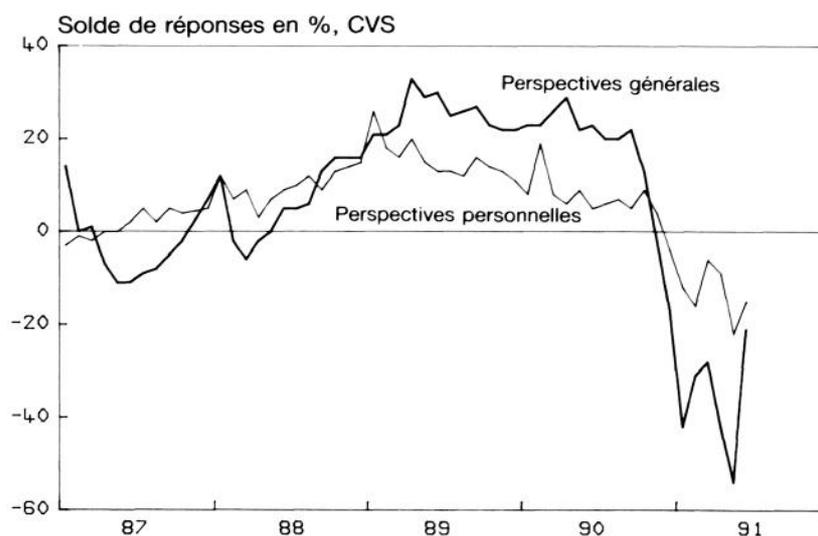
Le ralentissement de l'économie française date de la fin de l'année 1989 : moindre croissance des carnets de commande et détente des goulots de production en ont été les premiers signes pour l'industrie dans son ensemble, comme de coutume précédés de quelques mois dans les biens intermédiaires. L'environnement international s'était révélé moins porteur et des raisons internes avaient amplifié ce mouvement : fin d'un cycle de consommation de biens durables, en particulier automobiles, moindres besoins d'investissement dans un contexte de croissance ralentie et de profits moins amples. L'invasion du Koweït en août a provoqué des comportements attentistes, d'autant plus marqués

que l'existence même d'un ralentissement antérieur de l'activité était à l'époque controversé. Maintenant que l'on dispose d'un faisceau suffisant d'informations, il est utile de les commenter pour apprécier l'ampleur des comportements attentistes.

Les entreprises ont été les plus affectées. Une enquête spéciale de l'INSEE effectuée fin septembre-début octobre montrait que 52 % des entreprises industrielles estimaient que les événements du Golfe auraient une influence défavorable sur la demande et la production ; 22 % des entreprises pensaient différer leurs investissements et 37 % anticipaient un effet négatif sur les effectifs. Les entreprises des services semblaient moins pessimistes : 23 % d'entre elles prévoyaient une influence négative sur leurs effectifs, 42 % sur leur chiffre d'affaires ; les reports d'investissements étaient cependant identiques à ceux de l'industrie.

Les enquêtes mensuelles dans l'industrie ont, depuis, apporté d'utiles précisions. La demande a continué de se ralentir et le climat général des affaires s'est fortement dégradé. Son repli est d'autant plus profond que tout au long du premier semestre 1990 il était anormalement optimiste (graphique 3). Les perspectives personnelles d'activité étaient alors nettement infléchies alors que le climat général plafonnait à haut niveau ; chaque industriel constatait que sa production se ralentissait mais pensait être le seul dans ce cas. La crise du Golfe a inversé les anticipations : le repli général devait être massif, tandis que le repli dans chaque entreprise était plus modéré. Les comportements en matière d'embauches et d'investissements se sont ajustés sur le climat général : les dépenses d'équipement prévues pour 1991 sont quasiment stables en volume selon l'enquête de novembre, et les effectifs prévus en net repli.

### 3. Production anticipée dans l'industrie



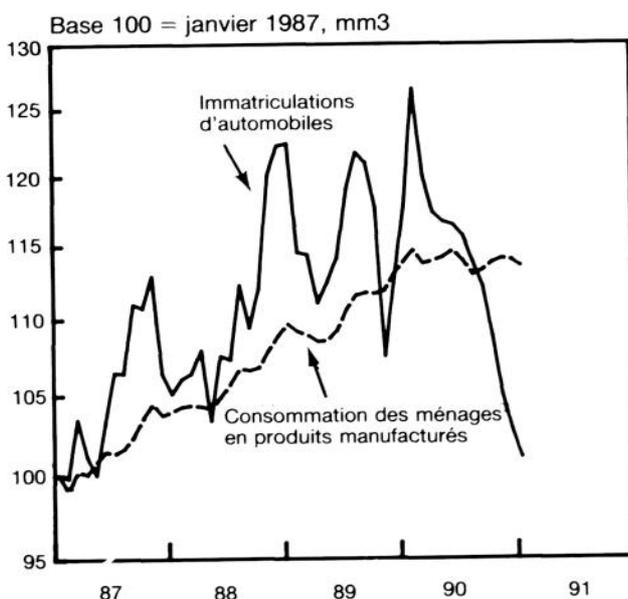
Source : Enquête mensuelle dans l'industrie, INSEE.

Paradoxalement, une enquête particulière sur les effets de la guerre, menée en février par la Banque de France, donne des résultats plus optimistes : les deux-tiers des entreprises de l'industrie et du commerce

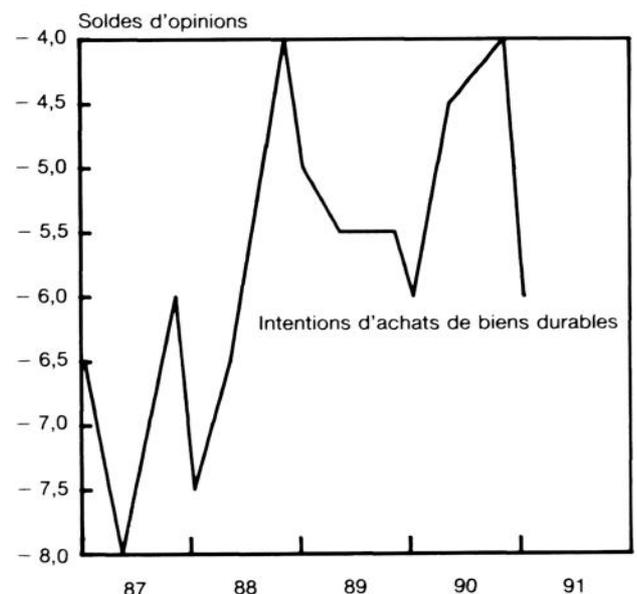
interrogées estiment que le conflit n'aura pas de conséquences sur leur rythme de production ; l'incidence la plus négative concerne le secteur de l'automobile. Investissements et embauches ne seraient revus en baisse que par à peine plus de 10 % des entreprises. Six mois après le déclenchement de la crise internationale, les entreprises françaises semblaient ainsi moins inquiètes, probablement parce que son issue était proche.

L'attentisme des ménages semble avoir été plus modéré que celui des entreprises, même s'il a donné lieu aux commentaires les plus nombreux. Les immatriculations d'automobiles ont certes connu un fort recul, le report des achats intervenant dans une situation où le retournement cyclique était déjà acquis. Mais la consommation ne s'est pas effondrée comme des indices partiels de ventes de grands magasins parisiens auraient pu le laisser croire. Les achats de biens manufacturés, automobiles comprises, ont été réduits aux second et troisième trimestre 1990 mais se sont accrus au quatrième ; en glissement annuel la hausse a atteint 2 % en 1990, tandis que les immatriculations d'automobiles ont fléchi de 2,3 %. Si bien que la consommation totale a continué de progresser au rythme de 1,5 % l'an au second semestre 1990. Au début de 1991, la consommation de produits industriels est restée stable, malgré un nouveau repli de l'automobile (graphique 4). Les dépenses de tourisme (transport, hôtellerie...) ont été réduites dans la période de forte tension internationale, mais probablement davantage à l'extérieur du territoire qu'à l'intérieur. Les intentions d'achats de biens durables pour l'année 1991 sont restées bien orientées : le recul envisagé en janvier, en pleine guerre du Golfe, n'est pas supérieur à celui habituellement constaté à cette époque de l'année (graphique 4). Les intentions d'achats d'automobiles continuent en revanche de reculer.

#### 4. Consommation des ménages en produits industriels



Sources : INSEE, Chambre syndicale des constructeurs automobiles.



Source : INSEE.

Les craintes des ménages quant à l'évolution de leurs revenus, notamment du fait de la dégradation de l'emploi, les ont conduits à accroître quelque peu leur épargne de précaution depuis la mi-90. La décélération de la consommation a été plus rapide que celle du pouvoir d'achat. Le recul des investissements en logements, accentué dans la période forte de tensions internationales, a également permis d'amplifier la constitution de réserves financières de précaution.

L'attentisme des agents a donc accentué le ralentissement en cours au quatrième trimestre 1990 et au premier trimestre 1991. Faut-il pour autant s'attendre à un rebond dès le second trimestre ? Il est probable que non. En reportant embauches et dépenses d'équipement, en résorbant des stocks jugés excessifs à la fin de 1990, les entreprises ont accentué la contraction de la demande finale. Celle-ci s'est trouvée d'autant plus déprimée. Il faudra donc, pour que se dégèlent des dépenses contenues, que les entreprises perçoivent clairement un rebond de la demande finale. Alors seulement la confiance restaurée permettrait d'étendre les investissements et donc d'amplifier la croissance des carnets de commande. Du côté des exportations, une reprise peut être espérée à la charnière des années 1991 et 1992 ; l'animation du commerce mondial à partir du second semestre 1991, d'abord lente, ne pourra que progressivement regarnir les carnets car la surévaluation des monnaies européennes face au dollar rendra difficile la préservation des parts de marché. Les achats des ménages, ayant subi peu de reports, ne devraient pas connaître de rebond. Le ralentissement des prix, du fait des prix importés, suscitera néanmoins des gains de pouvoir d'achat du revenu, malgré une évolution défavorable des effectifs en 1991. La consommation constituerait ainsi un élément moteur de la reprise, mais sans qu'un sursaut rapide intervienne à court terme. C'est pourquoi le rebond de la demande finale et de l'activité n'est prévu qu'à la fin de cette année.

La forte croissance prévue pour le deuxième trimestre 1991, fondée sur celle des investissements, ne témoigne que d'une reprise technique : c'est le moment où les agents cessent de différer leurs achats, à l'inverse des deux trimestres précédents ; mais les séquelles de l'attentisme demeurent. Lors du rebond, les agents compensent en partie ce qu'ils n'ont pas dépensé antérieurement : c'est donc une véritable reprise. Nous l'avons prévu pour la fin de 1991. Il s'amplifierait en 1992, qu'on peut percevoir comme une année de remontée du cycle de croissance.

En termes de moyenne annuelle, le PIB ne progresserait que de 1,3 % en 1991. L'investissement cesserait de progresser plus vite que la consommation, à l'inverse des années récentes, bridé par une demande peu porteuse et une situation financière dégradée. La formation des stocks serait nettement ralentie et contribuerait négativement à la croissance. En 1992, la progression du PIB pourrait atteindre 3 % ; reprise de la demande et amélioration des profits grâce à l'ajustement des effectifs opéré en 1991 permettraient un ralentissement du coût salarial unitaire et une accélération de la croissance de la productivité et de l'investissement. La progression des importations serait un peu

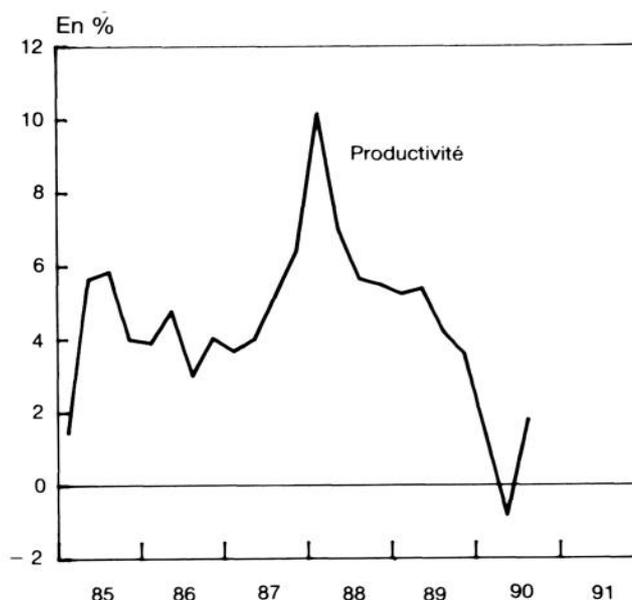
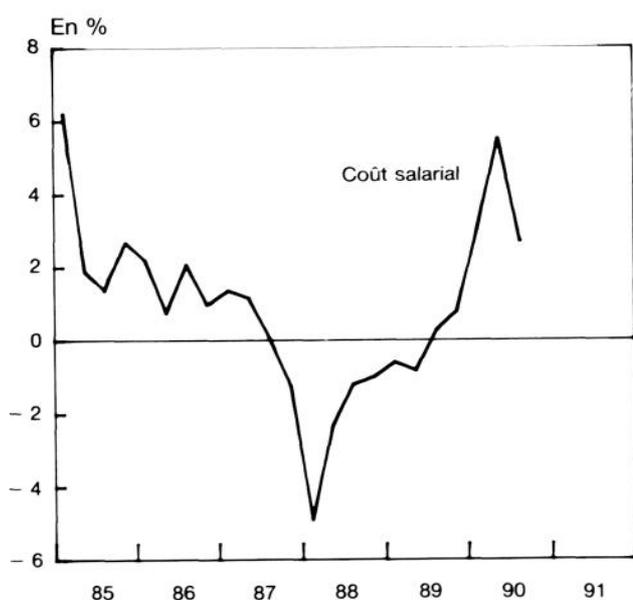
supérieure à celle des exportations. Faible déficit extérieur et nouveau ralentissement de l'inflation complètent l'image d'une croissance équilibrée, encore trop faible cependant pour que le chômage recule sensiblement, après la forte hausse de 1991.

### **Les entreprises chercheront à redresser la situation financière...**

Dans un contexte de demande ralentie, les entreprises ont connu une nette dégradation de leur situation financière. L'ajustement des effectifs à la production s'est révélé plus lent que ce qu'on pouvait escompter, (+ 1,6 % en glissement après 2,1 % en 1989), les salaires horaires n'ont pas été freinés (+ 5,2 % après + 4,4 %). Si bien que la part des salaires dans la valeur ajoutée s'est accrue d'un point en 1990 (62 %). La baisse du taux d'épargne et le maintien d'un effort important d'investissement ont dégradé de nouveau le taux d'autofinancement ; avec un taux de l'ordre de 75 %, inférieur de plus de 10 points à celui de 1989, on retrouve la situation de 1984 à 1985, bien éloignée de celle des années 1986 à 1988 où les taux étaient compris entre 90 et 95 %. La part des intérêts nets dans la valeur ajoutée a fortement progressé, sous l'effet combiné d'un endettement accru et de taux d'intérêt élevés ; à la fin de 1990, elle a atteint les niveaux très élevés du début des années quatre-vingt.

Dans l'industrie, où pourtant les effectifs ont cessé de croître à partir de la mi-90, la hausse du coût salarial par unité produite s'est accélérée et la productivité a nettement fléchi (graphique 5).

#### **5. Coût salarial et productivité dans l'industrie manufacturière (glissements annuels)**



Source : Comptes trimestriels, INSEE.

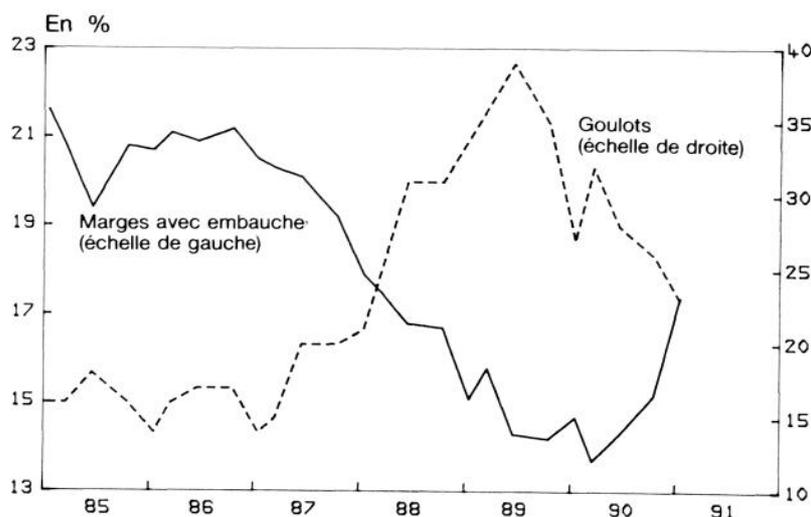
Le comportement des entreprises en 1991 et 1992 sera guidé par la volonté de rétablir une situation financière plus saine : ajustement des effectifs, pression sur les salaires individuels, résorption des stocks et moindres dépenses d'équipement.

**... en comprimant leurs dépenses d'investissement...**

La demande anticipée ne justifie pas que soit fortement accru l'investissement en 1991. Dans l'industrie les dépenses ont progressé de 9 % en volume en 1990, selon les chefs d'entreprises. Ce chiffre est probablement surestimé au vu des livraisons effectuées par le commerce de gros et des importations de biens d'équipement. Mais la croissance a néanmoins été soutenue, ce qui a permis d'atténuer sensiblement les tensions sur les capacités de production. Les marges de capacités disponibles se sont accrues depuis le milieu de 1990, tout particulièrement en fin d'année. Si bien que les goulots de production se sont atténués, au point de revenir à leur niveau du début de 1988.

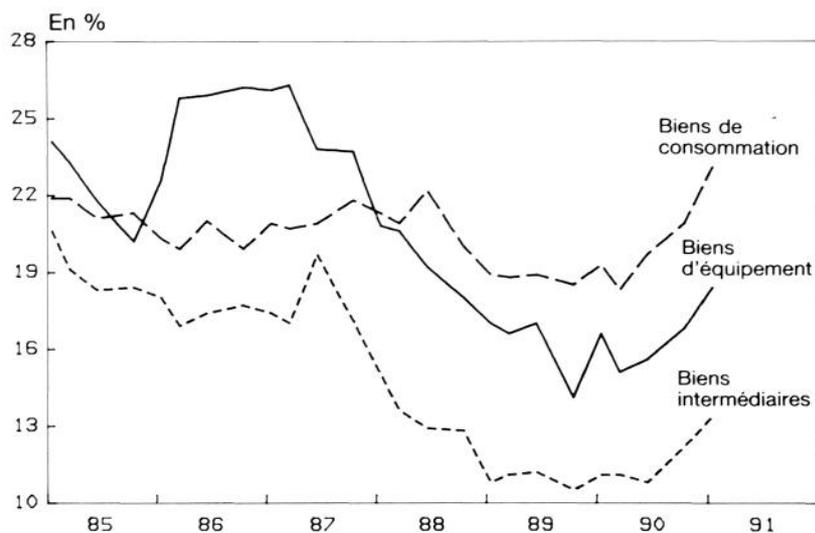
La détente est la plus nette pour les biens de consommation : les marges de capacités s'étaient le moins amenuisées en 1988 et 1989 et se sont le plus accrues dans la période récente. Les goulots y sont donc les plus faibles et les capacités de production jugées suffisantes au regard de la demande anticipée. Les tensions restent importantes dans les industries de biens intermédiaires, mais ceci résulte des restructurations importantes réalisées dans les années quatre-vingt et d'une conjoncture très spécifique au secteur pétrolier. Les industries de biens d'équipement sont dans une situation moyenne, l'accroissement des capacités étant encore trop récent et trop modéré pour permettre une détente suffisante des goulots ; de fortes tensions dans l'aéronautique expliquent en partie l'évolution générale de ce secteur (graphiques 6 et 7).

**6. Marges de capacité de production <sup>(1)</sup> et goulots de production <sup>(2)</sup> dans l'industrie**



(1) Pourcentage d'accroissement possible de production avec embauche.  
 (2) Pourcentage d'entreprises qui ne pourraient produire davantage si la demande augmentait.

Source : Enquête trimestrielle dans l'industrie, INSEE.



**7. Marges de capacité de production avec embauche dans l'industrie**

Source : Enquête trimestrielle dans l'industrie, INSEE.

Il n'est donc pas surprenant que les budgets anticipés pour 1991 soient en hausse si modérée (+ 1 % en volume selon l'enquête de novembre). De moindres besoins en accroissement de capacités orientent désormais davantage les dépenses vers la modernisation et la rationalisation. L'attentisme n'est ainsi qu'une explication partielle au ralentissement prévu des dépenses. L'insuffisance des marges d'autofinancement et l'hésitation à s'endetter constitueront un frein aux investissements en 1991 car il est peu probable que les profits puissent être redressés dès cette année. La remontée du taux d'autofinancement implique donc une modération des dépenses et la croissance de l'investissement industriel n'atteindrait ainsi que 2 %. En 1992 elle pourrait être plus franche.

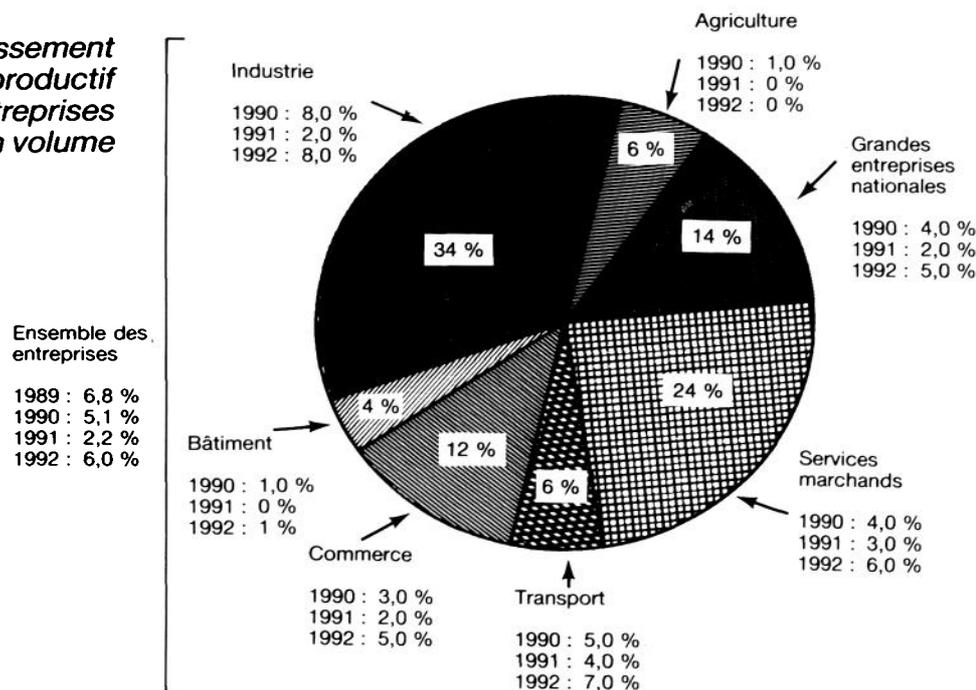
Les secteurs tertiaires subiront, plus que de coutume, des fluctuations cycliques. Les entreprises du commerce et des services, qui ont déjà nettement ralenti la croissance de leurs dépenses en 1990, devraient la modérer à nouveau en 1991, avant de l'élever en 1992. En revanche, il est peu probable que les entreprises du bâtiment participent à la reprise générale l'an prochain ; leur activité sera pénalisée par une médiocre demande de logements des ménages et par la faiblesse de la composante « extension de capacité » des investissements des entreprises.

L'investissement des grandes entreprises nationales connaît de nouveau une croissance soutenue : la hausse des dépenses de France-Télécommunications et de la SNCF est désormais relayée par une vive progression des dépenses d'Air France, qui renouvelle une partie de sa flotte aérienne <sup>(11)</sup>.

(11) La mesure des dépenses d'investissement d'Air France est malaisée puisque la Comptabilité nationale enregistre des livraisons. Le décalage existant entre commandes et livraisons dans le secteur de l'aéronautique induit des différences importantes entre le budget d'investissement de l'entreprise, qui doit verser des contributions dès la commande, et les investissements mesurés par les Comptes de la Nation.

Au total, l'investissement productif des entreprises progresserait de 2,2 % en volume cette année et de 6 % l'an prochain (graphique 8).

### 8. Investissement productif des entreprises en volume



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

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

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

### ... et en freinant les effectifs

Dans le secteur marchand non agricole, 220 000 emplois ont été créés en 1990, après 310 000 en 1989. L'emploi précaire a été le plus atteint par le tassement des embauches. Il n'est donc pas surprenant de constater une tendance à la consolidation des emplois, qui n'est en réalité que la contrepartie de la non-reconduction d'emplois précaires. Le plafonnement du nombre de contrats de travail temporaire, après la vive progression des trois années précédentes, illustre le même phénomène : l'emploi à durée déterminée joue, le premier, le rôle d'ajustement des effectifs à la production.

Les heures supplémentaires, qui s'étaient développées pour tenter de pallier les tensions sur l'appareil productif et freiner l'allongement des délais de livraison, ont été fortement réduites. Elles seraient revenues au début de 1991 à leur niveau du début de 1987.

Le chômage partiel s'est à nouveau étendu : le nombre de journées indemnisables est passé d'un niveau moyen de 150 000 en 1989, point le plus bas de la dernière décennie, à 450 000 à la fin de 1990, comme au milieu de 1987.

Au cours des prochains trimestres, recul des heures supplémentaires et accroissement du chômage partiel se prolongeront. Des mesures gouvernementales viennent d'être adoptées pour favoriser le chômage partiel et endiguer les licenciements : la contribution de l'Etat à l'indemnisation sera augmentée et le volume des heures indemnisables permises sera relevé. Mais il est peu probable que des réductions d'effectifs puissent être évitées dans certains secteurs, en particulier dans l'industrie. Pour redresser la productivité, les entreprises vont d'autant plus comprimer l'emploi qu'elles ne sont pas assurées de la reprise de l'activité. Un recul de 2 % en glissement annuel est envisageable en 1991, retrouvant ainsi le rythme des suppressions d'emploi opérées à la charnière des années 1987 et 1988. C'est donc près de 100 000 emplois industriels qui seraient détruits cette année. Le repli serait plus modéré au premier semestre 1992 et une nouvelle croissance pourrait intervenir au second semestre, environ une année après le redémarrage de la croissance mondiale. En glissement annuel, les effectifs seraient ainsi stabilisés.

On peut s'interroger sur l'ampleur de ce mouvement : est-il réaliste d'envisager pour cette année le retour à des rythmes de contractions d'effectifs presque similaires à ceux des années quatre-vingt, alors que s'opéraient de profondes restructurations ? Si les mutations sont réalisées pour l'essentiel, un simple ralentissement conjoncturel peut-il conduire à autant de suppressions d'emplois ? En réalité, toute période de ralentissement économique révèle les restructurations qui restent à opérer : l'annonce récente de plans de licenciements dans l'automobile et l'électronique en témoigne. Au cours des années récentes, la saturation des capacités de production avait été rapide et s'était révélée plus précoce que lors des cycles de croissance précédents. Un plus grand recours à la main d'œuvre avait constitué pour les entreprises un moyen de pallier l'allongement des délais de livraison : l'extension du travail en équipes et l'accroissement de la durée du travail avaient permis d'utiliser davantage les équipements existants, et contraint à accélérer les embauches<sup>(12)</sup>. La réversibilité de cette tendance conduit à réduire fortement les effectifs dans la phase de creux du cycle. Et s'il advenait que l'ajustement des effectifs soit plus lent ou plus modéré, le redressement des profits des entreprises serait compromis et la reprise de l'investissement nettement moins soutenue en 1992.

Les effectifs du secteur tertiaire continueraient à croître en 1991, mais modérément (1 % en glissement annuel). Cela résulte à la fois du ralentissement d'activité dans ce secteur et du plafonnement des contrats d'intérim. En 1992, le retour progressif à une croissance de l'emploi de 2,5 % l'an est envisageable. Enfin, l'emploi devrait être stabilisé dans le bâtiment et le génie civil.

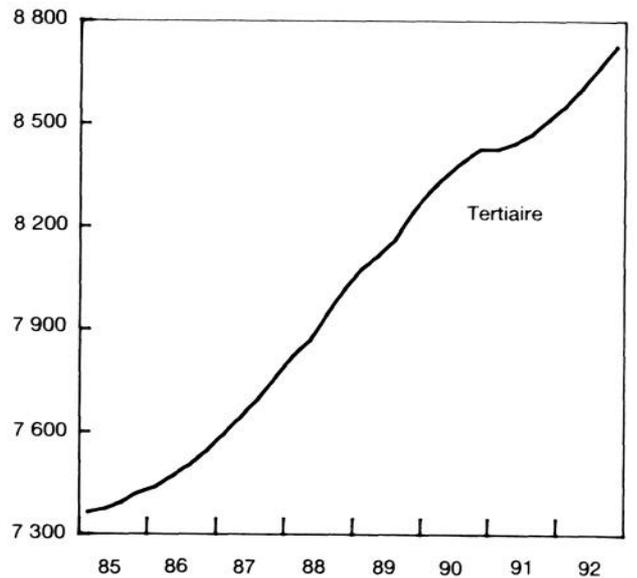
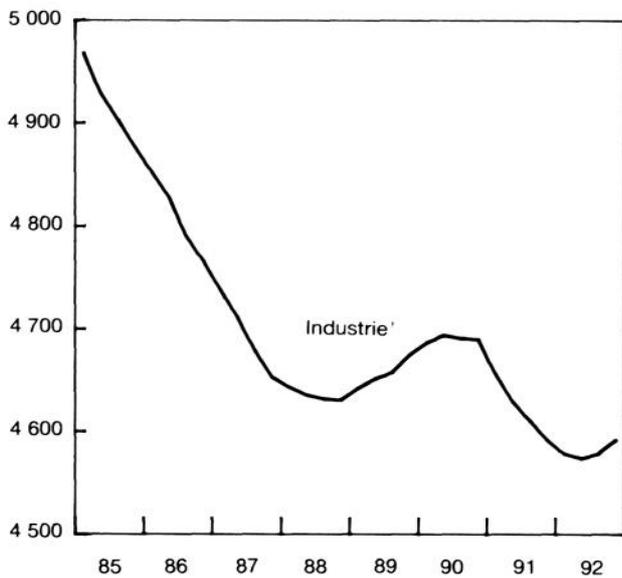
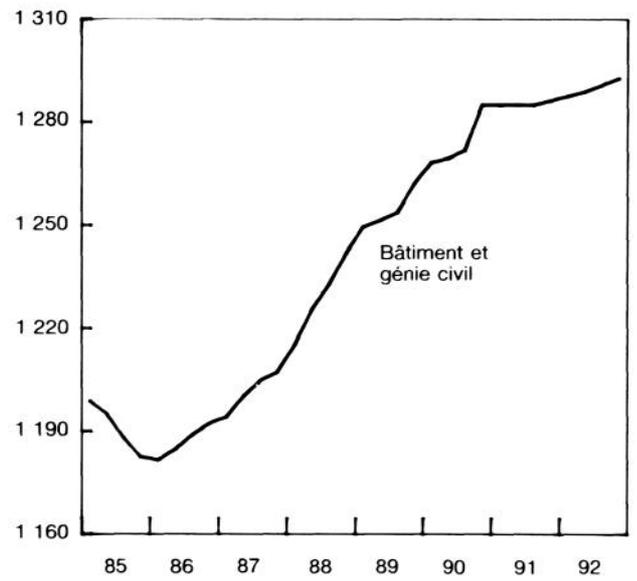
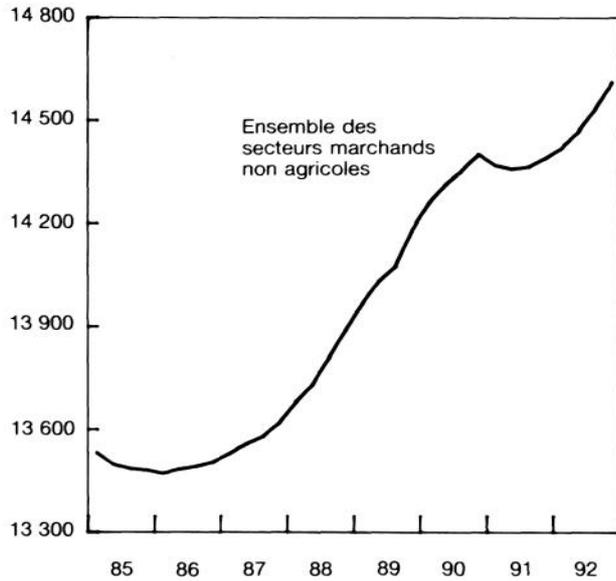
Il en résulte pour l'ensemble du secteur marchand non agricole un ralentissement des embauches tout au long de l'année 1991 ; le niveau

---

(12) Voir : « La détente à mi-parcours », chronique de conjoncture d'octobre 1989, *Revue de l'OFCE* n° 29, et « reprise de l'activité et durée d'utilisation des équipements », H. Péléraux, *Lettre de l'OFCE* n° 82, janvier 1991.

des effectifs à la fin de l'année serait identique à celui de la fin de 1990. En revanche, la reprise de 1992 permettrait de créer à nouveau 220 000 emplois (graphique 9).

9. *Emploi salarié*<sup>(1)</sup> (milliers, cvs)



Source : ministère du Travail.

(1) En fin de trimestre.

### **Le ralentissement des salaires nominaux ne compromettra pas les gains de pouvoir d'achat dans le secteur privé, grâce à une faible inflation**

Dans le secteur privé, le ralentissement des salaires individuels restera modéré. Les compléments aux salaires de base (primes, intéressement, heures supplémentaires) vont être fortement réduits. Mais la progression des salaires conventionnels sera encore soutenue. A la fin de 1990 et au début de 1991, les négociations salariales ont débouché sur davantage d'accords de branches qu'il y a un an. Et au 1<sup>er</sup> mars, la moyenne des augmentations prévues par ces accords dépasse largement celle fixée à la même date il y a un an (4,8 % contre 3 %). Il se peut que cela témoigne d'un avancement du calendrier des accords. Déjà on pouvait constater en 1990 une saisonnalité accrue des hausses de salaires, les principales augmentations intervenant en début d'année. Cela pourrait être accentué en 1991. Quoi qu'il en soit, la volonté de modérer les salaires nominaux ne se concrétisera que très progressivement.

La baisse du prix du pétrole et le bas niveau du dollar sont favorables à un nouveau ralentissement des prix importés. Les coûts unitaires de production bénéficieront dès 1991 de la baisse du coût des consommations intermédiaires, puis en 1992 du ralentissement des coûts salariaux unitaires permis par la reprise de l'activité. La hausse des prix pourrait ainsi n'atteindre en glissement que 2,5 % cette année et 2 % l'an prochain, après 3,4 % en 1990 (soit respectivement 2,8 et 2 % en moyenne, après 3,4 %).

Cette faible inflation permettra que les gains de pouvoir d'achat des salaires individuels s'amplifient quelque peu. Les salaires sont en effet négociés en termes nominaux, les liens avec l'inflation n'étant qu'implicites depuis la désindexation. Un ralentissement des hausses nominales est donc compatible avec des gains de pouvoir d'achat. L'évolution défavorable des effectifs en 1991 et une rigueur accrue dans la Fonction Publique freineront cependant la croissance de la masse des salaires bruts réels : elle pourrait n'atteindre que 2 % cette année, après 2,8 % en 1990, avant de retrouver un rythme proche de 3 % en 1992.

L'évolution des salaires nets retrace en négatif les fluctuations liées à la mise en place au 1<sup>er</sup> février 1991 de la contribution sociale généralisée, qui est un impôt prélevé à la source. La baisse des cotisations sociales appliquée en contrepartie gonfle mécaniquement les « salaires nets » en début d'année, tandis que les « impôts » sont alourdis. Ces à-coups n'affectent cependant pas l'évolution infra-annuelle du revenu disponible brut en 1991 puisque l'objectif même de la CSG, établie au taux de 1,1 %, est d'être neutre pour les ménages dans leur ensemble. Il pourrait en être autrement en 1992 car le déficit de la Sécurité Sociale s'amplifie. Selon les comptes publiés en février, le déficit du régime général devrait atteindre 15 milliards de francs cette année, après 7,5 milliards en 1990, malgré le ralentissement de la croissance des prestations (les revalorisations du début de l'année n'ont pas

compensé la hausse des prix de 1990). Le plan Evin de modération des dépenses de santé, qui vient d'être mis en place, devrait réduire ce déficit anticipé ; mais à l'inverse, la hausse de la masse des salaires, sur laquelle repose le budget prévisionnel de la Sécurité Sociale, paraît surestimée. Il faudra donc financer un déficit croissant régulièrement au cours des prochains dix-huit mois.

Une progression modérée de l'excédent brut d'exploitation des entrepreneurs individuels au regard des années antérieures (faibles hausses des loyers et tassement des profits des entreprises commerciales et de services en 1991) et une moindre progression des revenus des placements financiers (du fait de la baisse prévue des taux d'intérêt) se combineront ainsi à un alourdissement des prélèvements. La hausse du revenu disponible des ménages sera donc freinée (tableau 2).

## 2. Croissance du revenu réel des ménages

	1990	1991	1992
Excédent brut d'exploitation	3,9	3,1	4,0
Salaires nets	2,5	2,9	2,7
dont :			
Salaires bruts	2,8	2,0	2,9
Cotisations	4,3	- 2,2	3,7
Prestations sociales	2,5	2,1	2,4
Revenus de la propriété et de l'entreprise (nets)	10,5	8,2	7,9
Impôts sur le revenu et le patrimoine	4,1	13,7	7,9
Revenu disponible réel	3,0	2,1	2,6
Prix à la consommation (296 postes)	3,4	2,8	2,0

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

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

Le taux d'épargne serait abaissé pour préserver la consommation. L'épargne-logement serait la plus atteinte. Le recul des mises en chantier de logements se poursuivrait ; la baisse, qui a atteint 8,6 % en 1990, conduirait à mettre en chantier moins de 300 000 logements cette année.

### Commerce extérieur : vers une réduction du déficit des marchandises...

En 1990 le déficit commercial s'est peu amplifié : – 50 milliards de francs au lieu de – 45 en 1989. Heureuse nouvelle puisque le déficit énergétique s'est accru de 11 milliards de francs et que les exportations d'Airbus ont été réduites de 6 milliards de francs, non pas faute de commandes à satisfaire mais à cause de retards de livraisons. On en vient à espérer que la tendance sous-jacente soit à l'amélioration, hors accidents conjoncturels. L'excédent agro-alimentaire ne cesse de surpasser une année précédente jugée exceptionnelle. Le déficit industriel a enfin cessé de se creuser : le ralentissement des exportations fut très important (+ 4,3 % en 1990 contre + 14,5 % en 1989), en lien avec le commerce mondial, mais celui des importations fut plus ample encore (+ 4,1 % contre + 15,4 %) en raison du tassement de la demande intérieure. Une baisse des prix d'importation plus forte que celle des prix d'exportation a compensé la légère dégradation du taux de couverture en volume <sup>(13)</sup>.

L'espoir d'une réduction du déficit commercial en 1991 et 1992 est désormais possible grâce à une facture énergétique en net repli, un déficit industriel qui se creuserait peu et un excédent agro-alimentaire encore élevé (tableau 3 et graphique 10).

### 3. Soldes extérieurs

Milliards de francs courants

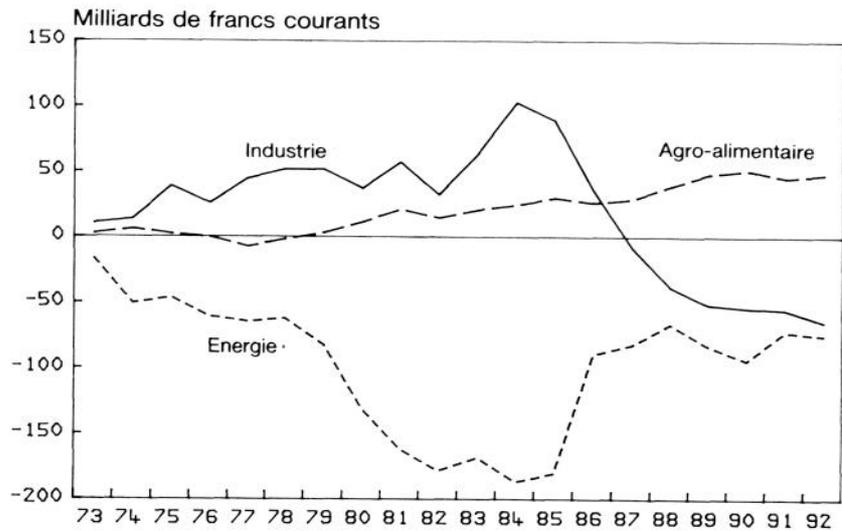
	1987	1988	1989	1990	1991	1992
					Prévision	Prévision
Agro-alimentaire	29,2	39,3	48,2	51,2	45	48
Energie	- 82,1	- 66,1	- 83,2	- 94,1	- 72	- 75
Produits manufacturés :						
- y compris matériel militaire	- 7,4	- 38,2	- 51,9	- 54,2	- 56	- 65
- hors matériel militaire	- 34,3	- 62,8	- 79,2	- 82,7	- 86	- 97
Solde FAB/CAF	- 60,8	- 65,5	- 86,9	- 97,1	- 83	- 92
Solde FAB/FAB (1)	- 31,6	- 32,5	- 44,8	- 50,5	- 36	- 42

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

Sources : Douanes, INSEE, prévisions OFCE.

(13) Voir : « Le redressement du commerce extérieur : prudence française, relance allemande », F. Milewski, *Lettre de l'OFCE* n° 82, janvier 1991.

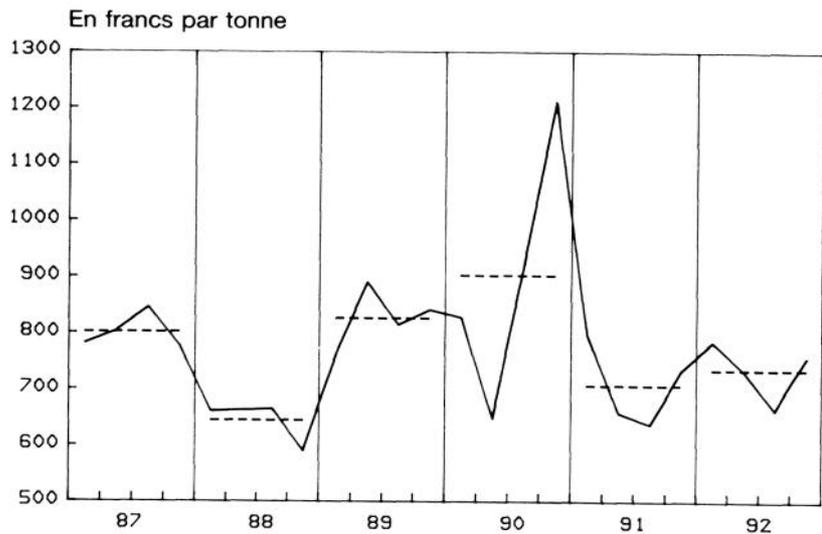
**10. Soldes commerciaux par produits (FAB/CAF)**



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

La facture énergétique pourrait s'alléger d'une vingtaine de milliards en 1991 et se maintenir à bas niveau en 1992, selon nos hypothèses de prix du pétrole (18 à 19 dollars le baril). Faible prix de l'énergie sur le marché mondial et bas niveau du dollar se combineront pour réduire la valeur des importations. En 1989, c'est la montée du dollar qui avait renchéri les achats. En 1990, la crise du Golfe a temporairement fait grimper le prix du pétrole brut, la baisse du dollar compensant partiellement ce surcoût. En 1991 et 1992, parités monétaires et cours mondiaux seraient tous deux favorables à la France (graphique 11).

**11. Prix du pétrole brut importé par la France**



Baril en \$	18,2	14,7	17,8	22,6	18,1	19,0
\$/F	6,01	5,95	6,38	5,45	5,38	5,31

La baisse des prix d'importation de l'énergie dans son ensemble sera d'autant plus forte en 1991 (de l'ordre de 35 % en glissement annuel) que la baisse du prix des produits raffinés devrait dépasser celle du pétrole brut, après avoir augmenté davantage en 1990. L'effet d'atténuation qu'exerce habituellement le prix du gaz, indexé avec quelques mois de retard sur celui du pétrole, sera donc amplement compensé. On peut ainsi espérer le retour à une facture énergétique de l'ordre de 70 à 75 milliards de francs. Cela suppose une progression modérée du volume des importations. Cette hypothèse est réaliste en 1991 ; la consommation réelle d'énergie primaire ne devrait guère s'accélérer, du fait d'une faible croissance économique. Déjà en 1990 elle fut très modérée, bénéficiant de conditions climatiques favorables. La production nationale devrait s'accroître plus rapidement que la consommation, d'où une probable progression du taux d'indépendance énergétique, comme en 1990 <sup>(14)</sup>. Le volume des importations devrait donc s'élever modérément, d'autant que le stockage intervenu l'an passé (essentiellement en gaz) devrait être progressivement résorbé.

Le déficit industriel se stabiliserait en 1991 et se creuserait d'une dizaine de milliards en 1992. A l'exportation, deux tendances contradictoires apparaissent : celle des opérations exceptionnelles et celle du commerce courant. En ce qui concerne ce dernier, la situation actuelle est franchement défavorable : les commandes s'amenuisent à cause d'un commerce mondial peu porteur et d'une vive concurrence du dollar. Selon les industriels, la concurrence s'intensifie, la compétitivité des prix se détériore et les marges bénéficiaires sont comprimées, tout particulièrement dans les biens intermédiaires. Les délais de livraison à l'étranger, qui s'étaient allongés en 1988 et 1989, sont désormais revenus à leur niveau moyen des années quatre-vingt. Même si le commerce mondial s'anime au second semestre 1991, la reprise des exportations françaises restera modérée en moyenne annuelle. Il faudra attendre 1992 pour retrouver une croissance soutenue en volume. La contraction des prix de vente pour résister à la baisse du dollar a des limites, si bien que les pertes de parts de marché sont inévitables dans le commerce courant. La croissance des importations allemandes s'atténuera ; elle sera toutefois suffisante pour que le déficit franco-allemand se résorbe à nouveau.

Le commerce de grands contrats devrait se révéler très porteur à court terme : la reconstruction des zones sinistrées par le conflit du Golfe s'opérera rapidement ; le délai habituel entre commandes et livraisons serait ainsi raccourci et les ventes seraient effectives dès l'année 1992, même pour des contrats en cours de négociation au printemps 1991.

Les livraisons d'Airbus s'accélérent depuis la fin de 1990, après la pause du milieu d'année : on peut estimer à une trentaine d'appareils la perte d'exportation de l'an passé, due à la grève de British Aerospace.

---

(14) Malgré la mauvaise hydraulité due à la sécheresse, la production d'énergie s'est accrue de 2,5 % en 1990 ; le taux d'indépendance énergétique s'est amélioré d'un demi-point (47,9 %) après le recul exceptionnel de 1989 dû au dysfonctionnement des centrales nucléaires.

Les livraisons seront reportées au cours des prochains trimestres et le très haut niveau des commandes enregistrées en 1989 et 1990 assure une progression régulière des ventes à l'horizon de cette prévision (tableau 4). Or des recettes supplémentaires de 10 milliards de francs, correspondant à environ 30 avions vendus, représentent un point d'exportations industrielles supplémentaires et donc 1 % de « gains » de parts de marché. L'interprétation des évolutions de parts de marché du début des années quatre-vingt-dix devra tenir compte de ces phénomènes. Une chute des commandes est prévue pour 1991 ; elle tient à la nature cyclique du renouvellement des flottes aériennes des compagnies et à l'aggravation de leur situation financière due à la guerre du Golfe. Les livraisons des prochains dix-huit mois n'en seront cependant pas affectées.

#### 4. Commandes et livraisons aéronautiques et militaires

	Exportations d'Airbus			Exportations d'armes	
	Nombre de commandes fermes	Livraisons		Montant des commandes en milliards de francs	Montant des livraisons en milliards de francs
		Nombre	Montant en milliards de francs		
1984	36	44	20,7	61,4	37,1
1985	92	40	17,2	44,0	35,5
1986	170	27	9,1	25,0	38,6
1987	140	30	9,8	27,3	31,2
1988	161	47	15,2	37,5	33,7
1989	421	94	28,3	18,5	40,4
1990	404	84 (1)	21,8 (1)	33,0	35,0 (2)

(1) 110 livraisons étaient prévues en 1990, pour un montant de 38 milliards de francs.

(2) dont 11 au premier semestre et 24 au second.

Sources : Douanes, ministère de l'Economie et des Finances, ministère de la Défense, INSEE pour les années passées, estimations OFCE pour la prévision.

L'excédent de l'armement devrait quelque peu s'amplifier : la remontée des commandes en 1990, surtout au deuxième semestre avec la guerre du Golfe, assure un regain d'exportations (tableau 4). Nous avons supposé qu'il resterait modéré, en d'autres termes qu'une réglementation des ventes d'armes interviendrait au plan mondial.

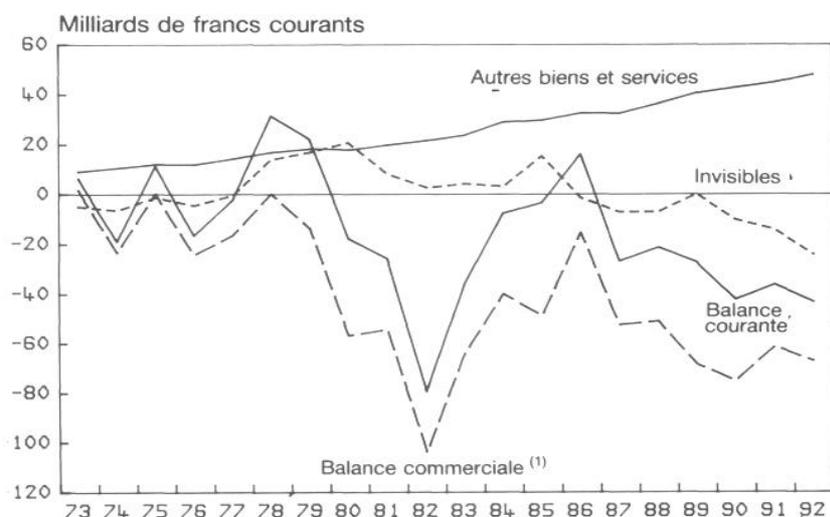
Les importations industrielles devraient se ralentir au premier semestre 1991 grâce à la modération des dépenses d'investissement et à la moindre formation des stocks. La reprise progressive en cours d'année, puis en 1992, conduirait à une hausse de 3 % cette année et de 6 % l'an prochain en moyenne annuelle (au lieu de 2,2 et 5,3 % pour les exportations). Le taux de couverture en volume se dégraderait donc

encore, mais modérément. A partir de 1992, ce repli ne serait plus compensé par la hausse des termes de l'échange ; il n'est pas exclu qu'à terme on puisse même envisager une perte de termes de l'échange, quand l'inflation en France sera plus faible que celle de nos principaux partenaires à l'importation en Europe.

Un repli de l'excédent agro-alimentaire s'opère déjà, après les très hauts niveaux obtenus à la charnière des années 1989 et 1990. Ce recul est dû aux céréales. Le contexte international s'est modifié : on est passé d'une situation de forte production française et de faible production mondiale (donc de prix élevés) à une situation inverse. La récolte mondiale s'est fortement accrue en 1990 tandis que la récolte française s'est repliée à cause du maïs. Cette estimation est beaucoup plus pessimiste que celle réalisée à l'automne. La concurrence américaine sur le marché mondial est d'autant plus vive que le dollar est bas et que l'URSS réduit ses importations. La baisse du prix du blé est très forte, tant sur le marché mondial que pour les prix d'intervention européens. La tendance antérieure d'accroissement de l'excédent annuel sera donc infléchie. Le repli envisagé du prix des matières premières agricoles importées permettrait cependant d'en modérer l'ampleur. Et l'URSS pourrait accroître ses importations si les financements extérieurs appropriés étaient mis en place.

### ... et de la balance des paiements courants

Le repli du déficit commercial en 1991 devrait entraîner une contraction du déficit des paiements courants, qui n'atteindrait ainsi que 35 milliards de francs, après 42 en 1990 (graphique 12). Une dégradation



12. Balance courante

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

Sources : Banque de France, prévisions OFCE.

est envisageable en 1992, mais modérée (- 43 milliards). Relativement au PIB, le déficit n'atteindrait que 0,5 % cette année et 0,6 % l'an prochain comme en 1990.

L'excédent des services s'amenuisera de nouveau et le déficit des transferts se réduira. La contraction de l'excédent des services vient d'un plafonnement des recettes touristiques et d'une dégradation du solde des intérêts. Après l'endettement extérieur à moyen-long terme que la France avait contracté au début des années quatre-vingt, le solde des intérêts s'était déjà détérioré, puis la réduction de la dette avait permis un retour à l'excédent. L'apparition récente d'un déficit et son accroissement rapide tient au développement du marché financier et à l'attrait de la place de Paris. Les non-résidents ont accru leurs investissements de portefeuille en actions et obligations françaises, si bien qu'à la fin de 1989 la France était débitrice de 355 milliards de francs, le stock de titres français détenus à l'étranger s'élevant à 793 milliards contre 438 pour les valeurs étrangères détenues par des résidents <sup>(15)</sup>. Ce mouvement s'est amplifié en 1990 puisqu'au cours des neuf premiers mois, 164 milliards de titres français ont été souscrits par des non-résidents, au lieu de 186 pour l'ensemble de l'année 1989. Ces flux de capitaux engendrent des paiements annuels d'intérêts et dividendes, qui ont vivement progressé en 1990 (le déficit des revenus du capital s'est accru d'environ 10 milliards) et continueront de s'étendre.

A l'inverse le déficit des transferts devrait se réduire, mais essentiellement pour des raisons méthodologiques ou ponctuelles. Les annulations de dettes au bénéfice des PVD étaient auparavant prises en compte en tant que dons ; elles sont à partir de 1990 exclues de la balance des paiements courants pour apparaître en « transferts en capital ». Les abandons de dettes décidées par la France au sommet de Dakar en mai 1989 (20,6 milliards de francs) sont ainsi imputées au 1<sup>er</sup> janvier 1990 dans une rubrique nouvelle, en attendant que le FMI fixe de nouvelles directives méthodologiques en 1993.

Les raisons conjoncturelles concernent le financement extérieur du coût de la guerre du Golfe par l'Allemagne, le Koweït et la Belgique (6 milliards). L'alourdissement régulier de la contribution française au budget de la CEE devrait ainsi être largement compensé en 1991.

### **Une progression du chômage en 1991**

La stagnation des effectifs salariés en 1991 débouchera sur un léger recul de l'emploi total. Le chômage ne peut donc qu'augmenter forte-

---

(15) Banque de France, février 1991.

ment. L'ampleur dépendra en premier lieu de l'évolution de la population active. La population active potentielle, issue des projections démographiques, s'accroît désormais au rythme de 160 000 personnes par an environ. Mais sa progression effective en 1990 a été bien supérieure, un marché de l'emploi animé durant plusieurs années conduisant des catégories nouvelles à se présenter sur le marché du travail. Les bénéficiaires du RMI, contraints de s'inscrire au chômage, font désormais partie de la population active. C'est pourquoi, malgré 200 000 créations d'emplois et un traitement social en légère croissance, le chômage s'est accru de 26 000 personnes l'an passé. On peut supposer qu'en 1991, du fait de la forte montée du chômage en début d'année, la hausse conjoncturelle des taux d'activité s'interrompt. Le chômage s'accroîtrait néanmoins de 200 000 personnes, et dépasserait 2,7 millions en fin d'année. Cette prévision est identique à celle faite en septembre dernier. En 1992, les créations d'emplois pourraient compenser l'accroissement de la population active ; le chômage reculerait un peu mais resterait proche de 2,7 millions.

Cette prévision repose sur l'hypothèse que les mesures d'insertion (stages, contrats emploi-solidarité, crédit formation etc...) concerneront le même nombre de personnes qu'en 1990. La montée potentielle du chômage pose donc le problème du financement éventuel de stages supplémentaires ; mais le budget concernant la politique de l'emploi en 1991 est insuffisant pour permettre un accroissement du traitement social du chômage.

### **La restriction budgétaire peut-elle être modérée ?**

Le budget de 1991 pourrait s'avérer encore plus difficile à boucler que celui de 1990 si les objectifs de réduction du déficit sont maintenus. Le déficit pour 1990 aura atteint en définitive 93,4 milliards de francs soit 3,2 milliards de plus que dans le projet initial <sup>(16)</sup>. Le déficit budgétaire voté pour 1991 s'élèverait à 80,7 milliards de francs. Le plan d'urgence de 4,5 milliards de francs, adopté en décembre 1990 en faveur des lycées, ne l'alourdirait que de 500 millions de francs : son financement repose en partie sur des prêts accordés par la Caisse des dépôts (dont l'Etat prend en charge la bonification de taux d'intérêt),

---

(16) A la différence de 1988 (+ 37 milliards) et de 1989 (+ 27 milliards) les recettes fiscales supplémentaires sont nulles en 1990, en raison d'une moindre progression de la TVA. Elles n'ont donc pas suffi à financer les dépenses imprévues : charge de la dette publique (4,5 milliards), une partie du coût de la guerre du Golfe (1,4 milliard), dépenses de solidarité (1,1 milliard pour le RMI ; 1 milliard pour les agriculteurs ; 1,5 milliard d'aide publique au développement), rénovation des lycées (1 milliard). Les 10 milliards de crédits gelés au début d'octobre 1990 ont dû être annulés pour équilibrer les autres dépenses de fin de gestion, mais le collectif budgétaire de décembre 1990 a dû accroître le déficit initial de 1 milliard. Le budget exécuté fait finalement apparaître un déficit accru de 3,2 milliards, selon l'estimation de mars 1991.

des crédits inscrits au collectif budgétaire de décembre 1990 et des réaffectations de crédits de fonctionnement.

Ce n'est pas le coût de la guerre du Golfe (6 à 7 milliards dont 4 pour la COFACE) qui rendra difficile l'exécution du budget de 1991, car il est largement couvert par les versements du Koweït (5 milliards), de l'Allemagne (1 milliard) et de la Belgique (250 millions). Les annulations de crédit de mars 1991 (10,2 milliards dont 3,1 au ministère de l'Équipement et 2,5 au ministère du Travail) compenseraient le dépassement de la contribution française au budget de la CEE (4 milliards), le surcroît de dépenses du RMI (4 milliards) et l'aide aux pays de la ligne de front avec l'Irak (2 milliards). Mais ces coupes budgétaires n'équilibrent pas les moindres rentrées fiscales résultant du ralentissement de la croissance. Dans la loi de finances pour 1991 l'hypothèse de croissance du

## **8. Charge de la dette publique et variation de taux d'intérêt**

L'encours de la dette publique aurait atteint à la fin de 1990 plus de 1 700 milliards de francs. Les dépenses au titre de la dette publique s'élèveraient à 152,7 milliards (+ 10,7 %) dans la loi de finances pour 1991, ce qui constitue, avec 12 % des dépenses budgétaires, le troisième poste après l'Éducation nationale et la Défense. La charge de la dette se compose de deux éléments principaux : les charges d'intérêts de la dette au sens strict (140 milliards en 1991 soit + 11,5 %) et les garanties accordées par l'État (11,5 milliards en 1991 soit + 1,6 %). Depuis 1983, le coût moyen du financement de la dette (rapport entre la charge de la dette au cours d'une année et son encours au début de l'année) est devenu supérieur au taux de croissance économique. L'augmentation de son encours est devenu spontané.

Mais ce n'est plus tant le découvert budgétaire — le budget étant en excédent primaire c'est-à-dire hors intérêts depuis 1989 — que le niveau et l'évolution des taux d'intérêt qui alimentent le service de la dette. Il est difficile d'évaluer le coût budgétaire d'une augmentation des taux d'intérêt ; d'une part une fraction importante de la dette publique n'est pas rémunérée ; d'autre part la hausse des taux d'intérêt a des effets étalés dans le temps. Elle se répercute sans délai et directement sur les intérêts payés sur les BTF (Bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés payés lors de l'émission, d'une échéance de 13 à 52 semaines). Au contraire, les deux autres grands titres du Trésor, les BTAN (Bons à taux fixe et à intérêts annuels) et les OAT (Obligations assimilables du Trésor) sont assortis d'un coupon annuel souvent fixe, et la montée des taux ne provoque donc que des pertes de trésorerie. En effet, si les taux augmentent, le prix payé par le souscripteur sera inférieur à la valeur nominale du titre. Le Trésor devra alors refinancer ces pertes de trésorerie par l'émission de nouveaux titres. On ne peut guère évaluer que le coût à long terme d'une progression des taux courts et longs. Si on applique une hausse d'un point des taux d'intérêt à l'encours de la dette rémunérée, la charge budgétaire s'accroît de 14 milliards de francs à long terme.

PIB (sur laquelle repose la prévision des recettes fiscales) était de 2,7 % <sup>(17)</sup>. Une croissance du PIB de 1,3 %, telle que nous la prévoyons, entraînerait une révision à la baisse des recettes, proche de 20 milliards. De plus, comme les prévisions de recettes pour 1991 ont été établies sur la base d'une année 1990 surestimée, leur niveau sera encore plus faible.

L'allègement de la charge de la dette publique que l'on peut attendre de la baisse des taux d'intérêt sera la bienvenue, mais les effets différés de la décrue des taux ne permettent pas que tout le bénéfice en soit tiré dès 1991 (voir encadré 8).

Si la réduction du déficit demeure une priorité, il faudra donc instaurer des prélèvements fiscaux supplémentaires, ou bien réduire à nouveau les dépenses et donc réexaminer certains choix considérés comme primordiaux, les dépenses courantes n'étant pas indéfiniment compressibles.

Le choix d'un déficit accru mérite d'être discuté puisqu'il permettrait de modérer la montée du chômage. Son financement serait possible, y compris au plan interne, car l'investissement des entreprises progresse peu et l'investissement des ménages régresse. En phase de ralentissement économique, l'éviction due à l'accroissement automatique du déficit budgétaire ne joue plus.

La politique budgétaire allemande sera moins expansive qu'elle ne l'a été, mais l'horizon de la restriction est encore éloigné. Ceci permettrait de desserrer momentanément la contrainte française, en attendant que la reprise de la croissance vienne de nouveau, en 1992, amplifier les recettes fiscales et modérer spontanément les dépenses relatives à l'emploi.

Les hypothèses de taux d'intérêt associées à la loi de finances pour 1991 sont de 9 % pour les taux à court terme (Bons du Trésor) et les taux à long terme (essentiellement les OAT). Mais le niveau tel que nous le prévoyons est inférieur (respectivement 8,3 % et 8,7 %), ce qui économiserait environ 2 milliards en 1991 et près de 6 milliards à long terme.

### **Une nouvelle baisse des taux d'intérêt**

L'objectif de la politique monétaire pour 1991 portera sur le nouvel agrégat M3. Sa fourchette de croissance a été fixée à 5 - 7 %, qui peut se comparer à une fourchette théorique de 3,5 - 5,5 % sur l'ancien M3. Ce nouvel M3 a été substitué à M2 comme objectif car M2 n'était plus significatif, son lien avec l'évolution de la croissance économique

---

(17) La présentation des budgets économiques faite à la Commission des comptes de la Nation le 28 mars l'a ramenée à 2 %.

(18) L'endettement intérieur total a crû de 10,7 % en 1990, après 11,7 % en 1989, et l'ensemble des crédits à l'économie de 11,2 % après 10,9 %.

s'étant relâché (voir encadré 9). En effet, dans un environnement de taux d'intérêt élevés, la structure des placements des agents non financiers s'est fortement modifiée : désaffectation pour les encaisses non rémunérées et pour les dépôts à taux réglementés, engouement pour le Plan d'épargne populaire et pour les OPCVM, en particulier monétaires. Ni l'ancien M3 ni a fortiori M2 ne pouvaient rendre compte de la situation réelle de la liquidité de l'économie. Ainsi en 1990 M3 n'a progressé que de 6,4 % et M2 a baissé de 0,5 %, alors que dans le même temps la croissance de l'endettement intérieur total et de l'ensemble des crédits à l'économie était élevée <sup>(18)</sup>.

La progression du nouvel agrégat M3 a été continûment freinée en 1990, jusqu'à atteindre 7,3 % en décembre. Le ralentissement économique se reflétant sur la progression des crédits, contribuerait ainsi à ramener M3 dans sa fourchette prévue par les autorités monétaires en 1991.

## 9. Réforme des agrégats monétaires

L'essentiel de la réforme qui est entrée en application au 1<sup>er</sup> janvier 1991 consiste à inclure dans l'agrégat de monnaie M3 les actions ou parts d'OPCVM (Organismes de placements collectifs en valeurs mobilières) à court terme détenues par les agents non financiers. Depuis 1986 les OPCVM étaient traités selon le principe de « transparence » : les actifs monétaires inclus dans leur portefeuille étaient supposés détenus directement par les agents non financiers détenteurs de parts. Cette règle, utilisée en raison de l'insuffisance de l'information statistique sur les diverses catégories — monétaires ou non-monétaires — d'OPCVM, empêchait les agrégats de bien traduire les comportements financiers. En effet, les choix de portefeuille et de localisation des OPCVM influençaient l'évolution des agrégats sans que cela ne recouvre un changement de comportement des agents non financiers. Le succès des OPCVM rendait cette réforme urgente. Tous les actifs détenus par les OPCVM et classés auparavant dans les différents agrégats sont regroupés sous la rubrique « titres d'OPCVM court terme détenus par les agents non financiers résidents ».

D'autre part, l'agrégat L est supprimé. Les bons du trésor et les billets de trésorerie détenus par les agents non financiers à l'exclusion des OPCVM sont repris dans un nouvel agrégat, M4, guère plus élevé que le nouvel M3. M2 se dégonfle d'une douzaine de milliards correspondant aux dépôts à vue détenus par les OPCVM désormais inclus dans M3-M2.

Enfin les placements non monétaires des agents non financiers sont répartis dans des indicateurs homogènes :

- P1 comprend l'épargne contractuelle (Plan d'épargne logement, Plan d'épargne populaire) et les bons de capitalisation.
- P2 contient les obligations, les parts d'OPCVM obligataires et les réserves techniques d'assurance.
- P3 comprend les actions et les parts d'OPCVM actions.

Après une baisse en octobre suivie d'une stabilisation en novembre, les taux d'intérêt à court terme ont connu des tensions en décembre, suscitées par celles des taux courts allemands, puis de nouveau en janvier. Ils se sont sensiblement repliés en février, d'environ un demi-point, malgré l'augmentation des taux directeurs allemands le 31 janvier, et sont restés inchangés en mars. Le 18 mars, malgré le cours élevé du mark, la Banque de France a ramené de 9,25 % à 9 % son taux directeur sur appels d'offres. Le taux des pensions est maintenu à 10 % pour que les autorités monétaires puissent réagir plus aisément à une éventuelle faiblesse du franc. Les taux longs, à l'exception d'une petite remontée courant décembre, baissent depuis octobre 1990, en relation avec l'assouplissement de la politique monétaire américaine et les anticipations d'inflation favorables. Cette décrue s'est interrompue fin mars. L'écart entre les taux longs français et allemands s'est ainsi fortement réduit <sup>(19)</sup>. La hiérarchie des taux, redevenue normale depuis août 1990, s'est de nouveau inversée à partir de décembre.

Le ralentissement de l'activité en France et chez nos principaux partenaires suscitant une détente des politiques monétaires, les taux d'intérêt courts et longs français baisseraient fortement en 1991. Ce mouvement serait favorisé par la diminution des taux allemands mais serait plus ample, si bien que l'écart des taux entre les deux pays deviendrait négatif au second trimestre. Les taux français ne suivraient plus les taux allemands dans leur baisse en 1992 en raison de situations conjoncturelles différentes, la reprise s'étant consolidée en France mais pas en Allemagne. Selon une configuration cyclique, dès le redémarrage de l'économie française amorcé, les taux longs cesseraient de baisser. Ils se tendraient même un peu à la fin de 1992. Les taux courts se détendraient plus durablement, jusqu'au milieu de 1992, de sorte que l'écart entre les taux longs et courts s'élargirait, comme il est logique en phase de reprise. Les taux courts réels passeraient d'environ 6 % au début de 1991 à 4,5 % au second semestre 1992.

### **Moindre inflation, amélioration des conditions de financement puis activité plus soutenue**

L'économie mondiale aura marqué par ses fluctuations récentes à quel point les situations nationales sont devenues interdépendantes. Dans les chroniques précédentes d'avril et d'octobre 1990 nous soulignons, spécialement pour l'Europe, la nécessité d'une pause cyclique au tournant de 1991 en raison du retard d'ajustement des capacités de production à la demande. Les risques financiers étaient évoqués, le principal semblant être qu'un excès de demande japonaise ou allemande contrecarre le retour à un meilleur équilibre mondial entre épargne et investissement.

---

(19) Il est revenu de 1,6 point fin septembre 1990 à 0,9 point en décembre et 0,6 point en mars 1991.

Avec le recul il semble bien que la phase la plus difficile, correspondant à la plus grande tension financière, a pris place à la fin de l'été et au début de l'automne dernier. Les principales économies venaient alors de connaître un rebond prématuré, sans doute imputable au relâchement antérieur de la contrainte monétaire. Les besoins en capitaux associés à ce regain de tensions, puis à la hausse des cours du pétrole, ont alors excédé d'autant plus les capacités d'épargne que les politiques économiques se faisaient à nouveau plus restrictives. Les symptômes en furent bien visibles : remontée des taux d'intérêt à long terme, chute des actions et rapatriement de capitaux japonais. La baisse d'activité du quatrième trimestre apparaît maintenant comme ayant corrigé, mais seulement partiellement, les excès antérieurs de demande. L'année 1990 aura en définitive connu une activité un peu supérieure à celle qui aurait découlé du prolongement des tendances antérieures. Une nouvelle fois les craintes de craquements financiers auront conduit les autorités monétaires de plusieurs pays à différer leurs objectifs de désinflation au bénéfice du soutien de l'activité, quitte à les réactualiser dès que les circonstances le permettent.

L'année 1991 supporte en conséquence un double affaissement de la demande : la fin de la correction des excès de l'été dernier se combine avec l'attentisme issu du conflit dans le Golfe. Les premiers mois ont ainsi cumulé tous les inconvénients, la production chutant partout et les prix s'élevant plus rapidement dans de nombreux pays. Mais alors que la convergence des causes de dégradation économique a accentué le recul récent, leur caractère temporaire exclut sa prolongation. Si l'on veut qualifier le semestre écoulé il est donc préférable de parler d'une période d'affaissement momentané de l'activité mondiale plutôt que d'entrée en récession, ce terme n'étant réellement approprié que pour les pays anglo-saxons.

Les prochains mois s'annoncent a priori meilleurs avec plus d'activité et moins d'inflation. Ils seront mis à profit par les entreprises pour dégager davantage d'épargne tout en freinant l'investissement. Les taux d'intérêt élevés ont poussé celles-ci à s'autofinancer davantage et découragé la spéculation immobilière. Ils ont créé ainsi les conditions de leur propre baisse.

En France les bilans des sociétés portent la trace d'un effort d'investissement prolongé au-delà de ce que permettait la tenue de l'activité. L'endettement nouveau tient pour une large part au succès de la désinflation, les taux d'intérêt nominaux tardant à s'ajuster à la hausse des prix sous-jacente. Pour y remédier les entreprises n'ont, cette année, d'autres choix, en raison de la concurrence, que de redresser leur productivité et, dans l'attente, de ne pas rattraper les dépenses d'équipement qu'elles ont gelées ces derniers mois.

A mesure que l'année s'écoulera les éléments constitutifs d'une reprise se mettront en place dans les pays où la pause de l'investissement et la compression des stocks auront permis aux entreprises de stabiliser les dettes inscrites à leur passif. La baisse des taux d'intérêt, autorisée par la modération prochaine des demandes japonaises puis

allemandes, amorcera le processus de désendettement, en même temps qu'il rentabilisera les émissions d'actions.

La France pourrait alors y trouver un soulagement très significatif. Comme les autres pays elle bénéficierait de meilleures conditions de financement sur les marchés internationaux. Plus que les autres pays elle recevrait par la baisse des taux d'intérêt la réponse positive aux résultats obtenus dans la modération des prix.

*Achévé de rédiger le 2 avril 1991.*

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

	Trimestres												Années		
	1990				1991				1992				1990	1991	1992
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prix du pétrole, niveau en dollars (a)	19,5	16,8	25,6	31,4	21,2	16,0	16,0	19,0	21,0	19,0	17,0	19,0	23,3	18,1	19,0
Taux de change (a) 1 \$ = x. DM 1 \$ = x. Yen 1 £ = x. DM	1,70 148 2,85	1,68 155 2,81	1,59 145 2,97	1,50 131 2,92	1,51 133 2,91	1,65 138 2,85	1,60 135 2,75	1,55 130 2,80	1,50 125 2,80	1,55 130 2,80	1,57 135 2,80	1,60 140 2,80	1,62 145 2,89	1,58 134 2,82	1,56 133 2,80
Taux d'intérêt à court terme, nominaux, % (a) Etats-Unis Japon RFA	7,8 6,2 8,4	7,8 6,8 8,3	7,5 7,2 8,4	7,0 7,6 8,9	6,2 8,0 9,1	5,8 7,7 8,8	5,5 7,0 8,5	5,5 6,5 8,0	5,5 6,0 7,5	5,5 5,5 7,0	5,7 5,5 6,5	6,0 5,5 6,0	7,5 7,0 8,5	5,8 7,3 8,6	5,7 5,6 6,8
Taux d'intérêt à long terme, nominaux, % (a) Etats-Unis Japon RFA	8,4 7,0 8,5	8,7 7,0 8,9	8,8 8,1 8,9	8,5 7,4 9,0	7,8 7,0 9,1	7,5 7,0 9,0	7,0 6,7 8,7	7,0 6,5 8,5	7,0 6,2 7,7	7,0 6,0 7,5	7,0 6,0 7,2	7,2 6,0 7,0	8,6 7,4 8,8	7,3 6,8 8,8	7,1 6,1 7,4
Prix à la consommation (b) Etats-Unis (cvs) Japon (non cvs) RFA (cvs)	8,2 0,8 2,7	3,4 5,8 1,9	6,1 0,5 3,4	7,1 6,9 4,2	3,6 2,0 3,2	3,7 2,7 3,0	4,0 2,5 3,5	4,0 2,5 3,0	4,0 2,2 3,0	4,0 2,2 2,7	4,2 2,0 2,5	4,2 2,0 2,2	5,3 3,1 2,7	4,8 3,3 3,2	4,0 2,3 3,0

	Trimestres												Années		
	1990				1991				1992				1990	1991	1992
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Cours des matières premières industrielles en \$ (b)	5,9	4,0	5,6	-3,8	-3,2	-2,0	0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	3,6	-2,6	6,2
Importations de produits manufacturés en volume cvs (b)															
Comecon	-9,2		-33,0		-6,0		3,0		4,0		5,0		-12,4	-12,7	4,2
Pays industriels	6,7		0,4		2,0		2,0		5,0		7,0		4,7	1,5	4,7
PVD	5,3		-1,0		-1,2		1,0		5,0		7,5		4,7	-0,4	4,8
Total monde	5,9		-1,4		0,7		2,0		5,0		7,0		4,1	0,7	4,7
Total monde dans l'optique France	11,1		-1,2		3,2		3,0		5,0		6,5		6,4	2,0	4,7
Solde des balances courantes, cvs, en \$, en rythme annuel															
Etats-Unis	-90		-108		-25		-35		-40		-60		-99	-30	-50
Japon	45		25		20		40		35		25		35	30	30
RFA	54		38		-5		5		8		12		46	0	10

(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.

6. Etats-Unis

74

Equilibre des biens et services en volume  (au prix de 1982)	Niveau en 1989	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent (*)											
	Unité : milliards de dollars de 1982	1989		1990		1991		1992		1989	1990	1991	1992
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	2 656,8	0,5	1,2	0,2	0,3	- 1,0	- 0,1	1,0	2,0	1,9	1,0	- 1,0	2,0
Consommation publique	798,1	1,5	0,3	1,9	1,1	1,4	1,1	0,6	0,4	2,3	2,5	2,5	1,3
FBCF totale	693,1	0,9	0,2	0,4	- 1,7	- 5,7	- 2,5	2,7	5,3	7,6	- 0,3	- 7,7	4,1
dont : Logement	187,0	- 2,4	- 4,1	1,3	- 8,5	- 12,6	- 9,8	3,7	11,6	- 4,0	- 5,0	- 20,6	4,1
Productive	506,1	2,2	1,9	0,1	0,8	- 3,5	- 0,3	2,5	3,6	3,9	1,5	- 3,2	4,2
Exportations de biens et services	593,3	7,3	3,0	3,7	2,5	3,2	2,7	2,4	2,6	11,0	6,5	5,9	5,1
Importations de biens et services	647,4	2,4	3,3	0,9	1,6	- 0,4	- 0,3	1,9	3,3	6,0	3,4	0,2	3,4
Variations des stocks en milliards de dollars de 1982	23,8	25,8	21,8	3,7	- 0,6	- 5,0	- 7,5	4,0	5,0	23,8	1,6	- 6,3	4,5
PNB	4 117,7	1,4	0,7	0,5	0,1	- 0,9	0,2	1,5	2,1	2,5	0,9	- 0,7	2,7
Prix à la consommation		2,6	1,9	2,8	3,0	3,7	4,0	4,0	4,2	4,7	5,3	4,8	4,0
Solde courant en % du PNB		- 2,2	- 2,1	- 1,6	- 1,8	- 0,4	- 0,6	- 0,7	- 1,0	- 2,1	- 1,7	- 0,5	- 0,8

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

Sources : Département du commerce américain et prévisions OFCE.

## 7. Japon

Equilibre des biens et services en volume  (au prix de 1985)	Niveau en 1989	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent (*)											
	Unité : milliards de yens de 1985	1989		1990		1991		1992		1989	1990	1991	1992
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	191 190	1,6	3,1	2,1	0,9	1,9	2,4	2,1	2,0	4,3	4,1	3,6	4,4
Consommation publique	29 620	1,2	0,2	1,0	0,6	1,3	1,0	1,0	1,0	2,1	1,5	2,1	2,0
FBCF totale	123 639	4,3	4,8	5,8	3,8	1,6	1,5	3,1	4,4	9,1	10,4	4,3	6,2
dont : Logement	20 778	- 0,6	0,2	4,5	6,0	- 4,5	- 0,5	2,3	2,9	0,0	7,7	- 2,0	3,5
Privée	78 451	7,4	7,3	7,1	4,1	3,0	1,8	3,6	5,4	15,5	13,2	6,0	7,3
Publique	24 410	- 0,2	0,7	2,8	0,9	2,5	2,3	2,0	2,0	- 1,2	3,6	4,1	4,2
Exportations de biens et services	70 407	6,9	6,6	8,7	- 1,6	3,8	- 0,3	3,0	4,5	15,0	11,3	2,9	5,2
Importations de biens et services	71 448	12,5	7,7	9,2	- 2,3	4,4	4,0	5,0	5,6	22,2	11,9	5,3	10,1
Variation des stocks en milliards de yens de 1980	4 231	2 194	2 037	1 647	1 458	2 000	2 125	2 000	2 000	4 231	3 105	4 125	4 000
PNB	347 639	1,6	3,1	3,0	2,0	1,9	1,1	1,8	2,5	4,7	5,6	3,5	3,7
Prix à la consommation		1,0	1,7	1,3	2,0	1,7	1,2	1,1	1,0	2,3	3,1	3,3	2,3
Solde courant en % du PNB		2,6	2,0	1,9	1,0	1,0	1,2	1,0	1,0	2,3	1,4	1,1	1,0

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

Sources : Banque du Japon et prévisions OFCE.

8. Allemagne de l'Ouest

76

Equilibre des biens et services en volume  (au prix de 1980)	Niveau en 1989	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent											
	Unité : milliards de DM 1980	1989		1990		1991		1992		1989	1990	1991	1992
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	963,8	0,7	0,8	3,5	0,9	1,7	0,7	0,8	1,7	1,7	4,4	3,0	2,5
Consommation publique	332,9	- 1,2	- 0,5	2,2	2,0	2,4	0,5	0,7	0,7	- 0,9	2,8	3,7	1,3
FBCF totale	374,2	7,8	- 1,9	11,3	- 3,7	4,9	3,2	2,7	3,9	7,1	8,2	4,5	6,3
dont : Equipement	169,2	5,6	4,4	8,6	2,2	3,7	3,0	2,3	3,5	9,7	12,1	6,5	5,6
Bâtiment	205,0	9,5	- 6,8	13,8	- 8,7	5,0	3,4	3,0	4,3	5,0	5,0	2,9	7,0
Exportations de biens et services	649,1	10,0	- 0,7	6,7	6,0	- 0,5	0,6	2,3	3,2	11,5	9,5	2,5	4,0
Importations de biens et services	576,5	5,9	2,5	5,9	5,6	3,2	1,4	2,4	3,6	8,8	10,2	6,7	5,0
Variations des stocks en milliards de DM 1980	22,5	5,1	17,4	4,0	12,2	8,4	18,0	12,0	9,0	22,5	16,2	26,1	21,0
PNB	1 766,0	2,8	0,2	3,7	1,3	0,9	1,8	0,8	1,6	3,9	4,5	2,5	2,5
Prix à la consommation		1,7	1,2	1,3	1,8	1,6	1,7	1,5	1,2	2,8	2,7	3,2	3,0
Solde courant en % du PNB		5,1	4,2	3,8	2,4	- 0,2	0,2	0,4	0,6	4,6	3,1	0	0,5

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

Sources : Bundesbank, prévisions OFCE.

9. Royaume-Uni

Equilibre des biens et services en volume  (au prix de 1985)	Niveau en 1989	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent (*)											
	Unité : millions de livres de 1985	1989		1990		1991		1992		1989	1990	1991	1992
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	270 766	2,0	0,8	1,7	- 0,4	- 1,3	- 0,7	0,7	1,8	3,9	1,8	- 1,9	1,2
Consommation publique	77 066	0,3	1,6	1,9	0,9	1,3	0,4	0,4	0,6	0,7	3,2	1,8	0,9
FBCF totale	80 577	3,5	- 2,0	1,4	- 7,3	- 5,7	- 0,4	1,2	2,8	4,2	- 3,3	- 9,4	2,4
dont : Logement	14 288	0,5	- 6,0	- 8,2	- 6,2	- 6,4	- 0,5	3,0	5,1	- 2,6	- 13,8	- 9,7	5,4
Productive	66 289	4,2	- 1,1	3,4	- 7,5	- 5,5	- 0,4	0,8	2,4	5,8	- 1,0	- 9,3	1,8
Exportations de biens et services	118 624	2,6	4,1	4,0	- 2,0	1,2	1,2	1,8	3,1	4,4	5,0	0,8	3,9
Importations de biens et services	137 875	4,1	- 1,3	5,2	- 3,5	- 2,1	- 0,8	1,9	2,8	7,0	2,7	- 4,3	2,9
Variations des stocks en millions de livres de 1985	2 246	2 315	- 69	224	- 544	- 300	50	400	700	2 246	- 320	- 250	1 100
PIB optique dépenses	411 404	0,8	0,8	1,3	- 1,3	- 0,5	0,3	0,8	1,9	2,1	1,1	- 0,9	2,0
Prix à la consommation		4,2	3,3	5,2	4,8	2,6	2,7	3,3	3,4	7,8	9,5	6,4	6,4
Solde courant en % du PIB		- 3,9	- 4,0	- 3,6	- 2,3	- 1,3	- 1,0	- 0,9	- 0,7	- 4,0	- 2,9	- 1,1	- 0,8

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

Sources : CSO, prévisions OFCE.

10. Principales prévisions de l'économie française

	1990	1991	1992
<i>En % de variation au prix de 1980 :</i>			
PIB marchand	2,8	1,3	3,1
Importations	5,7	3,3	5,3
Consommation des ménages	3,1	2,2	3,0
Investissement total	3,7	1,6	3,5
dont :			
— entreprises	4,6	2,0	5,5
— ménages	1,1	- 0,7	- 1,0
Exportations	4,6	2,1	4,9
Contributions des stocks à la croissance en %	- 0,1	- 0,4	0,3
Demande intérieure totale	3,1	1,7	3,3
Prix à la consommation en glissement (%)	3,4	2,5	2,0
en moyenne (%)	3,4	2,8	2,0
Salaires nets réels (%)	2,5	2,9	2,7
Revenu disponible réel des ménages (%)	3,0	2,1	2,6
Taux d'épargne (%)	12,6	12,5	12,2
<i>En milliards de francs :</i>			
Solde commercial (FAB/FAB)	- 50,5	- 36	- 42
dont :			
— industrie (FAB/CAF)	- 54,2	- 56	- 65
Balance des paiements courants	- 42	- 30	- 43
Emploi salarié, en glissement annuel (%)	1,6	0	1,5
Chômage en fin d'année (en millions)	2,532	2,730	2,700
Taux de change \$/F	5,45	5,38	5,31
Taux d'intérêt à court terme (%)	10,3	8,3	6,8
Taux d'intérêt à long terme (%)	9,9	8,7	8,1

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

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

	Milliards de francs de 1980	Taux de croissance trimestriels												Moyennes annuelles		
		1990				1991				1992				1990	1991	1992
		1990	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4		
Produit intérieur brut	2 965,6	0,7	0,3	1,3	- 0,4	- 0,5	0,9	0,7	1,0	0,6	0,4	1,0	1,0	2,8	1,3	3,1
Importations	962,7	1,4	- 0,8	2,9	- 0,5	0,5	1,0	1,5	1,5	1,1	1,2	1,5	1,5	5,7	3,3	5,3
Consommation des ménages	2 073,9	1,2	0,6	0,2	0,5	0,6	0,5	0,8	0,9	0,7	0,6	1,0	1,1	3,1	2,2	3,0
Consommation des administrations	162,1	1,0	1,0	1,5	0,7	1,0	0	0	0	0,2	0,5	0,5	0,5	3,4	2,6	1,0
FBCF totale	786,2	1,1	0,4	0,8	- 0,8	0	1,4	0,8	1,2	0,6	0,8	0,7	0,9	3,7	1,6	3,5
dont : sociétés	434,6	3,2	- 0,3	1,3	- 2,7	0,7	2,4	1,0	2,0	1,0	1,5	1,0	1,0	4,6	2,0	5,5
ménages	198,7	- 3,1	1,6	- 1,3	2,7	- 2,0	- 0,5	0	0	- 0,5	- 0,5	0	0	1,1	- 0,7	- 1,0
autres (1)	152,8	1,1	0,5	1,8	0	1,0	0,8	1,0	0,5	1,0	0,5	1,0	1,5	4,8	3,3	3,4
Exportations	886,5	2,4	- 3,4	1,5	2,5	- 1,5	1,0	1,5	1,5	1,0	1,0	1,2	1,2	4,6	2,1	4,9
Variation des stocks en milliards de francs	19,6	0	3,5	13,5	2,6	0	2,0	2,0	3,0	3,0	3,0	4,0	5,0	19,6	7,0	15,0
Demande intérieure totale (y compris stocks)	3 041,8	0,5	1,1	1,7	- 1,2	0,1	1,0	0,7	1,1	0,6	0,6	1,0	1,1	3,1	1,7	3,3

<

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 1990).

## 12. Prix de détail et taux de salaire horaire

En %

	Taux de croissance trimestriels												Années		
	1990				1991				1992				1990	1991	1992
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Glissement des prix	0,8	0,8	1,4	0,3	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	3,4	2,5	2,0
Moyenne des prix	0,6	0,9	1,1	1,0	0,8	0,4	0,4	0,3	0,6	0,5	0,5	0,5	3,4	2,8	2,0
Glissement du taux de salaire horaire	1,6	1,3	0,9	1,2	1,3	1,3	0,9	0,9	1,1	1,1	0,8	0,8	5,2	4,5	4,0

< prévision >

## 13. Emploi, production, productivité

En %

	Taux de croissance trimestriels												Années		
	1990				1991				1992				1990	1991	1992
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Effectifs industriels	0,3	0,2	0	0	-0,4	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	0	0,2	0,8	-1,2	-1,2
Production industrielle	0,1	-0,2	2,0	-2,3	-1,0	1,5	1,0	0,8	0,5	0,5	1,2	1,2	1,6	0	3,2
Productivité industrielle	-0,2	-0,4	2,0	-2,3	-0,6	2,1	1,5	1,2	0,8	0,7	1,2	1,0	0,8	1,2	4,4

< prévision >

14. Eléments du compte des ménages

	Taux de croissance trimestriels												Moyennes annuelles		
	1990				1991				1992				1990	1991	1992
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Salaires bruts (1)	- 0,3	1,0	0,2	0,7	0,4	0,4	0,4	0,7	0,7	0,6	1,0	1,2	2,8	2,0	2,9
Salaires nets (1)	- 0,8	1,2	0,2	0,7	1,6	0,1	0,3	0,7	0,7	0,6	1,0	1,2	2,5	2,9	2,7
Prestations sociales (1)	0,4	0,4	0,9	0,6	0,3	0,4	0,7	0,6	0,7	0,6	0,5	0,3	2,5	2,1	2,4
Revenu disponible brut (1)	0,3	0,3	1,1	0,3	0,5	0,3	0,6	0,7	0,6	0,6	0,8	0,9	3,0	2,1	2,6
Taux d'épargne	12,3	12,2	13,0	12,7	12,7	12,6	12,4	12,3	12,3	12,3	12,2	12,0	12,6	12,5	12,2

< prévision >

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

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

## 15. Taux de change

	1990				1991				1992				Moyennes annuelles		
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1990	1991	1992
Dollar-franc	5,74	5,65	5,35	5,06	5,15	5,63	5,46	5,29	5,12	5,29	5,35	5,46	5,45	5,38	5,31
Mark-franc	3,39	3,36	3,35	3,37	3,40	3,40	3,40	3,40	3,40	3,40	3,40	3,40	3,37	3,40	3,40

< prévision >

16. Taux d'intérêt

	1990				1991				1992				Moyennes annuelles		
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1990	1991	1992
A court terme (1)	11,0	10,0	10,2	10,1	9,8	8,6	7,7	7,2	6,9	6,8	6,7	6,7	10,3	8,3	6,8
A long terme (2)	9,8	9,6	10,0	10,2	9,3	8,9	8,5	8,0	8,0	8,0	8,1	8,2	9,9	8,7	8,1

< prévision >

(1) Marché monétaire à 3 mois.

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