

Chronique de conjoncture

Vents contraires (*)

En dépit de causes similaires, les retournements à la baisse de l'activité dans les pays industrialisés n'ont pas été simultanés. Ces pays suivent des cheminements cycliques et la plupart d'entre eux s'étaient engagés dans la phase descendante bien avant l'invasion du Koweït. Le petit choc d'offre constitué par la guerre du Golfe a un peu amplifié la baisse de l'activité par les comportements attentistes qu'il a engendrés, mais à l'inverse le choc de demande issu de la réunification allemande a amoindri ou retardé cette baisse dans bon nombre de pays européens.

Aux Etats-Unis, la récession aura été brève et de faible ampleur. Les déséquilibres qui l'avaient suscitée n'ont pas été pleinement apurés. Une rechute comparable à celle de 1981 est peu vraisemblable car la politique monétaire peut demeurer accommodante. Mais la reprise sera lente parce que la restauration de la situation financière des agents économiques privés sera longue et que les finances publiques sont dans l'incapacité de soutenir davantage l'activité. Les importations recommenceront à augmenter et le déficit courant à se creuser.

Au Japon aussi la croissance sera lente jusqu'à l'été 1992, mais parce que ce pays sera engagé dans la phase descendante du cycle. L'infléchissement conjoncturel, voulu par les autorités monétaires pour dégonfler les bulles spéculatives et désamorcer les tensions inflationnistes, risque d'être d'autant plus prononcé que les investissements récents vont prochainement s'avérer excessifs. L'excédent courant augmentera.

Comme les marchés des pays en voie de développement et d'Europe de l'Est manqueront de dynamisme, les débouchés extra-européens ne vont au total s'accélérer que modestement. Cela sera par ailleurs compensé par le freinage brutal des importations de l'Allemagne.

Au cours des prochains mois, comme depuis la mi-1991, la croissance de l'Allemagne va fortement décélérer alors même que les taux d'intérêt demeureront élevés. Il est à craindre que cette situation perdure jusqu'au printemps 1992. Il faudra sans doute

(*) 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 Rifilart, la partie française par Françoise Milewski avec la collaboration de Jean-Marc Daniel et Hervé Péléraux.

attendre cette échéance pour que la Bundesbank, au vu de l'élévation du chômage en Allemagne et surtout de la modération des tensions inflationnistes (ce second point étant à ses yeux plus important que le premier) commence à abaisser les taux courts.

Pour les autres pays européens, les chances de reprise se concrétiseront d'autant mieux à partir du 2^e trimestre 1992 que le verrou constitué par les taux d'intérêt allemands aura partiellement sauté. Ces chances se joueront sur la rapidité de l'assainissement interne, sur la reconstitution de liquidités disponibles pour accroître à nouveau les dépenses. Il semble qu'une certaine croissance puisse être retrouvée dès l'hiver au Royaume-Uni, mais qu'elle ne se produira guère avant le printemps dans les pays très dépendants de l'Allemagne (Pays-Bas, Belgique) ainsi qu'en Italie et en Espagne.

Cela signifie pour la France, jusqu'au milieu de l'année prochaine, une augmentation de ses débouchés extérieurs aussi lente qu'au premier semestre 1991 dans un contexte de taux d'intérêt allemands aussi élevés qu'à l'été 1991.

En France la rentrée 1991 est pour le moins morose. Le nombre de chômeurs s'est fortement accru ; le climat des affaires est plutôt pessimiste : les carnets de commandes ne se sont pas redressés ; tout au plus ont-ils cessé de se dégrader. Les perspectives de production se sont améliorées dans l'industrie, mais trop peu pour inverser les anticipations de réductions d'effectifs.

Le pessimisme actuel des prévisions reflète l'attentisme présent des entreprises (la reprise tant annoncée aux lendemains de la guerre du Golfe n'est guère venue) et la faible crédibilité d'une accélération de la croissance européenne en raison du ralentissement Outre-Rhin. La croissance tirée uniquement par l'extérieur n'est effectivement pas la plus probable ; des ressorts internes sont nécessaires afin que survienne la reprise. Pour que les dépenses d'investissement augmentent à nouveau, il faudra d'abord que les entreprises perçoivent clairement un rebond de la demande finale et que s'améliorent les conditions de financement. Le redémarrage de l'économie française ne devrait ainsi se produire que vers le milieu de l'année 1992.

Pour redresser leurs profits, les entreprises peuvent difficilement élever leurs prix de vente ; reste la restriction des salaires individuels — mais les marges de manœuvre sont réduites en ce domaine — et le repli des effectifs. Celui que nous avons anticipé joue un rôle-clé dans la présente prévision. Il assure le redressement des comptes des entreprises, préalable à la reprise des dépenses d'équipement, alors que les taux d'intérêt français restent contraints par une politique monétaire allemande restrictive jusqu'au milieu de 1992. En contrepartie, le repli des effectifs implique la poursuite de la montée du chômage et limite la croissance de la masse salariale, donc celle du revenu disponible des ménages.

La reprise de l'activité sera fondée sur celle des exportations grâce au regain de la demande extérieure, de la consommation des ménages grâce à la baisse du taux d'épargne, de l'investissement des entreprises grâce à la phase d'accumulation préalable d'actifs financiers.

Mais la consommation des administrations sera nettement ralentie, l'investissement public et l'investissement en logements des ménages régresseront. Même si la formation de stocks s'intensifie dans la phase de reprise, la progression de la demande intérieure restera modérée. Exportations et importations s'élevant de pair, la croissance du produit intérieur brut serait de 2,4 % seulement, après 1,3 % en 1991.

C'est en 1989 que sont apparus clairement des signes d'essoufflement de la croissance économique dans la plupart des pays de l'OCDE. C'est dès le début de 1990 que la production industrielle a baissé dans certains pays européens (Italie, Espagne, Belgique), et au troisième trimestre de la même année dans les autres (à l'exception de l'Allemagne de l'Ouest) et aux Etats-Unis. En ce début d'automne 1991, le paysage est plutôt morose : l'activité industrielle a redémarré de manière indiscutable mais faible aux Etats-Unis et au Canada, et semble le faire en France ; une stabilisation s'observe au Royaume-Uni ; la baisse se poursuit en Italie et en Espagne ; elle n'a pas, ou pas encore, affecté l'Allemagne de l'Ouest et le Japon engagés dans un ralentissement tardif mais désormais patent.

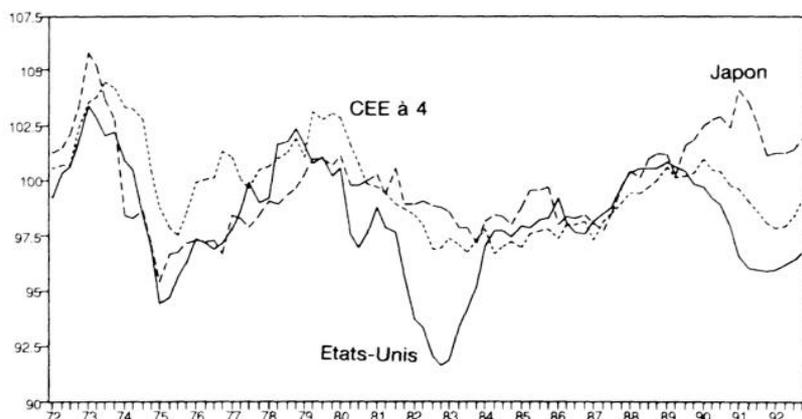
La crise du Golfe n'est guère responsable de ces évolutions : la fin de la guerre ne s'est pas traduite par un retour généralisé de la croissance. Fondamentalement, les pays industrialisés suivent des cheminement cycliques et la plupart d'entre eux s'étaient engagés dans la phase descendante bien avant l'invasion du Koweït. Le petit choc d'offre qu'elle a constitué a un peu amplifié la baisse de l'activité par les comportements attentistes qu'il a suscités, mais à l'inverse le choc de demande issu de la réunification allemande a amoindri ou retardé cette baisse dans bon nombre de pays européens. La question qui se pose aujourd'hui pour les pays d'Europe occidentale est de savoir quand une véritable reprise se manifesterá. La réponse apportée par la présente chronique est qu'il faudra attendre encore jusqu'au milieu de l'année 1992, tant pour des raisons internes à chaque pays qu'en raison de l'influence récessive de la situation allemande.

Les mécanismes cycliques n'ont pas encore épuisé partout leurs effets récessifs

En dépit de causes similaires, les retournements à la baisse n'ont pas été simultanés

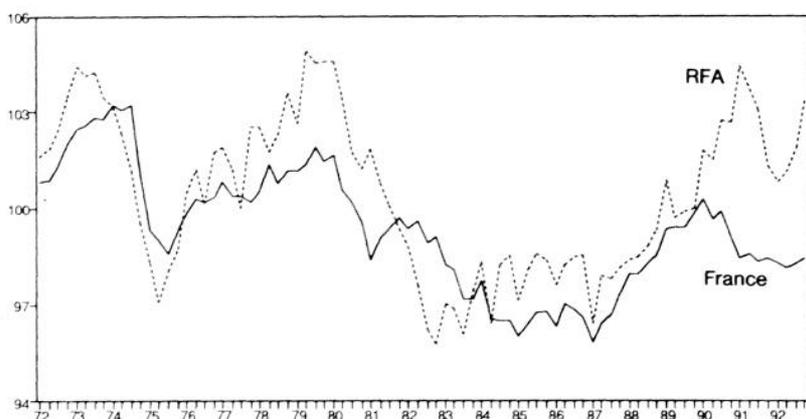
Dire que l'activité économique suit un cheminement cyclique dans la plupart des pays de l'OCDE ne signifie pas qu'elle y connaisse des chutes de manière régulière. D'une part, les fluctuations ne sont pas d'une régularité parfaite. D'autre part, si des baisses marquent effectivement le creux conjoncturel dans certains pays, tels les Etats-Unis, c'est un simple ralentissement de la progression qui en caractérise d'autres, tel le Japon lors de la plupart de ses cycles d'après-guerre. Ainsi le PNB progresse-t-il moins vite que sa tendance potentielle durant les phases descendantes, sans nécessairement diminuer pour autant. L'indicateur PNB effectif/PNB potentiel montre bien que le retournement conjoncturel s'était amorcé mi-1988 au Royaume-Uni, mi-1989 aux Etats-Unis, fin 1989 en France et en Italie (graphique 1). Une croissance plus rapide que celle du PNB potentiel s'est en revanche poursuivie jusqu'au début de 1991 en Allemagne et au Japon, le retournement n'intervenant qu'au deuxième trimestre de cette année. Il y a donc une forte désynchronisation des conjonctures, contrairement à ce qui s'était passé lors des précédentes fins de cycle.

Le cycle qui s'achève aujourd'hui s'était amorcé en 1987. La reprise économique s'était à l'époque généralisée sous l'effet du contre-choc pétrolier et de la reconstitution des encaisses monétaires. Très rapidement, en raison du caractère mondial de ces deux éléments, la demande avait buté sur les capacités de production disponibles bien avant que la demande finale ne commence à s'essouffler. La demande de biens d'équipement destinée à étendre les capacités s'était alors ajoutée à celle des biens de consommation par un effet d'accélérateur classique. Tout aussi classiquement l'accélération de la croissance avait dopé les anticipations de demande future et stimulé encore plus l'investissement. Moins classique a été l'aspect précoce du blocage. Celui-ci est largement imputable à la précipitation des entreprises, à un retournement trop brutal de leur comportement dans la quasi-totalité des pays de l'OCDE. Elles ont, relativement à leurs moyens financiers du moment, trop investi dans la plupart des pays et trop embauché dans quelques uns (le Royaume-Uni notamment, et à un moindre degré la France). Il était illusoire de croire que l'investissement créerait indéfiniment sa propre épargne. Le retour à l'endettement, apanage des sociétés américaines au milieu des années quatre-vingt, a repris avec vigueur au Royaume-Uni, en France et au Japon de 1988 à 1990. Il guette l'économie allemande, protégée jusqu'à une période récente par ses taux élevés d'autofinancement et à présent par la désépargne publique. A des degrés divers la plupart des économies développées se sont en conséquence heurtées depuis 1989 aux mêmes contraintes physiques et donc financières alors même que s'exprimaient de nouveaux besoins. Le marché unique de 1993, la reconstruction à l'Est,

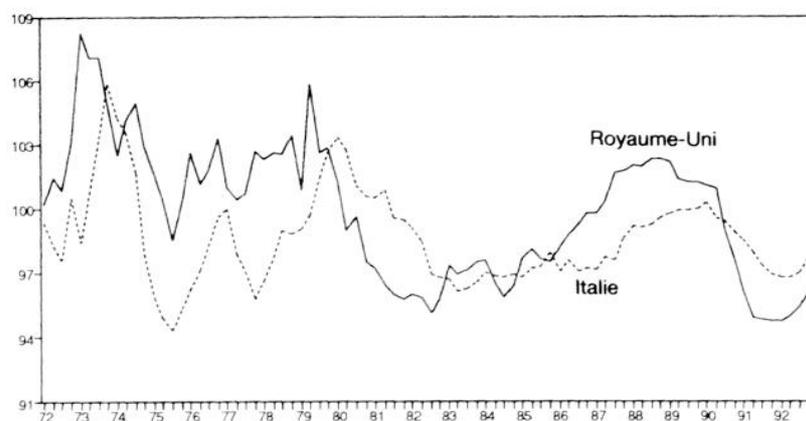


1. Pnb réel / pnb potentiel (1)

a) Etats-Unis, Japon, CEE à 4 (*)



b) France, Allemagne de l'Ouest



c) Royaume-Uni, Italie

(*) France, Allemagne de l'Ouest, Italie et Royaume-Uni.

(1) L'OCDE définit le potentiel de production comme le niveau de production compatible à moyen terme avec une inflation stable. Ce niveau de production est calculé pour chaque pays en utilisant la fonction de production incluse dans le modèle INTERLINK de l'OCDE (fonction à trois facteurs : capital et énergie d'une part, travail d'autre part, à élasticité de substitution constante entre le « paquet » capital-énergie et le travail, à rendements constants et à progrès technique entièrement incorporé au travail). La mesure du potentiel est obtenue en considérant le capital existant et la force de travail correspondant au NAWRU (taux de chômage n'accéléralant pas les salaires, ceux-ci évoluant comme les gains de productivité). Les mesures du potentiel de production retenues par l'OFCE résultent pour l'essentiel de lissage des séries proposées par l'OCDE. Ces lissages ont été effectués dans le but de gommer les gonflements cycliques du potentiel qui apparaissent lors des phases de basse conjoncture.

Sources : OCDE, calculs et prévisions OFCE.

celles du Koweït et de l'Irak, les perspectives d'expansion renouvelées au Mexique et en Asie du sud-est ont tour à tour renforcé chez ceux qui estimaient pouvoir en bénéficier la croyance en une insuffisance durable de moyens de production.

Dans beaucoup de pays — la France en est l'archétype — la crise du Golfe a été l'occasion de réviser à la baisse des plans d'investissement qui commençaient à apparaître excessifs. Jusqu'à la fin de la guerre, on pouvait se demander si les projets étaient seulement différés, en raison des incertitudes macro-économiques, et allaient donc donner lieu à fort rebond de l'activité sitôt la paix retrouvée. On sait aujourd'hui que tel n'a pas été le cas : la crise a été le prétexte à l'ajustement, non sa cause. Il en va de même dans le domaine de l'embauche ou, en France comme au Royaume-Uni, des vagues de licenciements sont encore prévues aujourd'hui, 6 mois après la fin de la guerre.

Ce mécanisme général qui affectait le déroulement interne de la croissance dans chaque pays n'a pas, pour différentes raisons, produit partout le même effet au même moment. En premier lieu, les tensions inflationnistes dont il s'accompagne ont eu des ampleurs différentes, appelant de la part des autorités monétaires des corrections plus ou moins précoces, plus ou moins brutales, plus ou moins efficaces. En second lieu, la réunification a stoppé le retournement en Allemagne de l'Ouest et exercé des effets contradictoires sur les pays occidentaux voisins : la demande additionnelle de marchandises a exercé un effet dynamique, puis les taux d'intérêt ont eu des conséquences restrictives.

Les récessions anglo-saxonnes se terminent...

Le cas des *Etats-Unis* illustre d'autant mieux les mécanismes cycliques que ce pays a été relativement peu concerné par le choc de demande allemand. L'investissement fixe des entreprises, qui s'inscrivait sur une tendance plate depuis la mi-1989, n'a pas suivi un cheminement qui aurait consisté à baisser pendant la crise du Golfe pour se redresser ensuite. Bien au contraire, il a connu un léger sursaut au second semestre 1990 et sa diminution ne s'est amorcée que début 1991 ; elle se poursuit encore à l'automne. L'enquête auprès des entreprises menée par le Département du Commerce en juillet-août fait état d'une nouvelle révision à la baisse des prévisions des entreprises pour l'année 1991 : pour l'ensemble d'entre elles, l'investissement stagnerait en 1991 après avoir augmenté de 5 % (en valeur) en 1990 ; pour le seul secteur manufacturier, c'est une baisse de plus de 3 % qui succéderait à une augmentation de 5 %.

En ce qui concerne les ménages, il apparaît clairement aujourd'hui que la fin de la guerre ne s'est pas traduite par un redémarrage important de leur consommation ou de leur investissement en logements. L'indice de confiance des consommateurs établi par le Conference Board, qui avait commencé à diminuer lentement à la fin de 1989, s'était effondré avec l'invasion du Koweït ; il s'était redressé en mars 1991, avec la fin de la guerre, mais pour s'établir à un niveau nettement

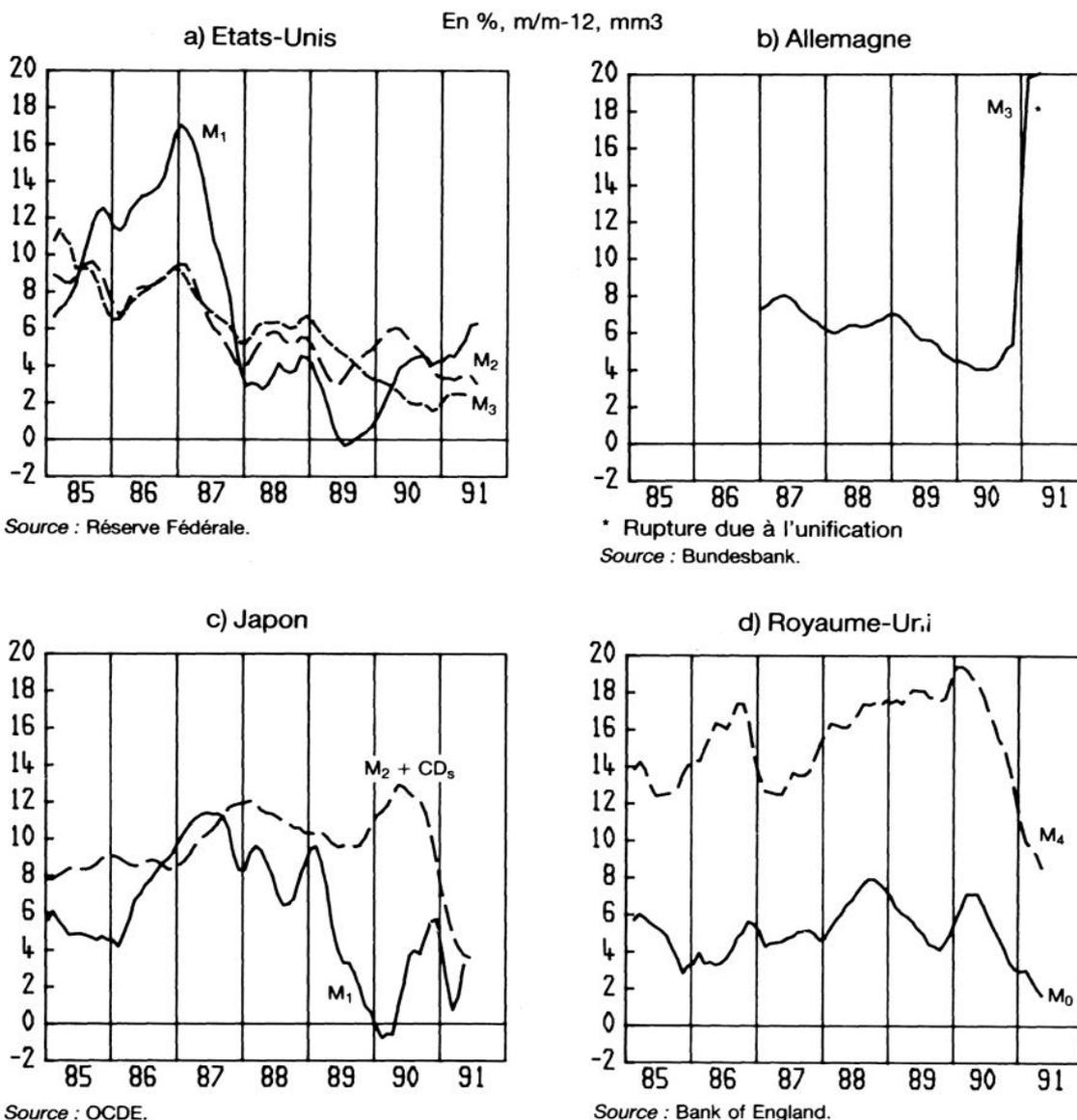
inférieur à celui de début 1989 ; il y est stabilisé depuis lors, au-delà d'oscillations mensuelles. La consommation de biens durables, qui s'inscrivait sur une tendance plate depuis la mi-1989 ne s'est que légèrement redressée au deuxième trimestre 1991, restant 7 % en dessous du niveau atteint trois ans avant. Quant à l'investissement logement, après avoir stagné de la mi-1986 à la fin 1988, il avait ensuite amorcé une chute qui a laissé place au deuxième trimestre 1991 à un bien modeste accroissement ; le niveau est encore inférieur de 25 % à celui de la mi-1986.

C'est donc un processus cyclique qui est à l'œuvre, et non pas l'effet d'un choc extérieur. Le resserrement monétaire y a joué un rôle certain, quoique de manière non voulue par les autorités. C'est dès le printemps 1989 qu'elles avaient laissé s'instaurer une baisse des taux d'intérêt nominaux à court terme qui s'était immédiatement traduite par une décreue des taux réels. Lorsque la récession s'est confirmée, à l'été 1990, la Federal Reserve a assoupli plus encore sa politique et a continué à le faire jusqu'en septembre 1991 par des baisses répétées de taux d'intérêt. Cependant, un credit crunch s'est produit spontanément du fait des difficultés objectives du système financier et de son aversion croissante au risque. Les autorités monétaires ont multiplié les déclarations encourageant le système bancaire à accroître les prêts, mais en vain. En conséquence, la progression des agrégats M2 et M3 s'est ralentie jusqu'à laisser place à une croissance zéro pour la première, un déclin pour la seconde (graphique 2). Certes, l'impact récessif de ce point doit être nuancé. D'une part, la vitesse de circulation de la monnaie s'est accrue. D'autre part l'indicateur plus restreint (M1) progresse à un rythme supérieur à 8 %, reflétant à la fois une réponse positive aux mesures d'encouragement des autorités monétaires et des changements de structure de portefeuille. Ces derniers sont dus à ce que les taux à long terme ont moins baissé que les taux à court terme, et à ce que les banques ont restructuré leurs bilans en s'efforçant de limiter la croissance de leur passif. Il n'y a donc sans doute pas de véritable contraction monétaire ; mais il n'y a pas non plus de forte croissance en ce domaine.

Les autorités monétaires ont cette fois-ci tenté de s'opposer à la récession parce qu'elles le jugeaient à la fois possible et nécessaire. Possible, parce que les tensions inflationnistes demeuraient modérées : à la veille de la hausse du prix du pétrole d'août 1990, le rythme annuel d'augmentation des prix à la consommation était proche de 4,5 %. La hausse pétrolière n'a alimenté aucune spirale. La récession aidant, le rythme sous-jacent de l'inflation est proche de 4 %, sans doute même un peu inférieur. Nécessaire, parce qu'une chute de l'activité risquait d'enclencher des faillites dans un système financier déjà gravement menacé.

Cette attitude a facilité le redémarrage de l'activité dans le courant du deuxième trimestre 1991, redémarrage qui traduit bien le jeu d'un cycle endogène : le commerce extérieur n'a pas exercé une impulsion dynamique. Les composantes de la demande qui se redressent traditionnellement les premières, l'investissement en logements et la con-

2. Variation des masses monétaires des grands pays de l'OCDE



sommission des ménages en biens durables, l'ont fait dès ce moment là. Si le PNB accuse encore une très légère diminution, c'est que le déstockage — logique en cette phase du cycle — s'est poursuivi.

En ce qui concerne le *Royaume-Uni* le schéma est différent : la politique monétaire restrictive, motivée par la lutte contre l'inflation et la dégradation du solde courant, avait fini par enclencher le retournement à la baisse de l'activité. L'inflation est malaisée à mesurer en raison de la mauvaise qualité des statistiques et des ruptures de série auxquelles elles sont soumises ⁽¹⁾ Il est néanmoins clair qu'elle s'accélérait, passant

(1) L'indice des prix à la consommation a subi près de 30 modifications de calcul depuis dix ans. L'introduction de la poll tax il y a deux ans, son abaissement cette année, ont gravement perturbé la série.

d'environ 4,5 % début 1988 à près de 8 % début 1990 (avant l'introduction de la poll tax) principalement sous l'effet de fortes hausses des coûts salariaux : les salaires nominaux progressaient à près de 9 % l'an alors que la productivité du travail stagnait. Le durcissement de la politique monétaire a porté le taux au jour le jour de 7 % au printemps 1988 à près de 15 % à l'automne 1989. La phase de ralentissement, amorcée dès la mi-1988, a néanmoins été exceptionnellement longue car l'activité a été soutenue par la progression persistante des salaires et par la demande extérieure ; elle s'est accompagnée d'une nouvelle dégradation en matière d'inflation et de déficit courant. L'entrée en récession à l'automne 1990, coïncide avec l'entrée de la livre dans le SME, événement qui a modifié les anticipations des agents économiques.

La récession aura duré plus longtemps au Royaume-Uni qu'aux Etats-Unis : quatre trimestres au lieu de trois, de timides signes de reprise n'apparaissant qu'au troisième trimestre 1991. Elle aura été plus brutale : le PNB a diminué de 3,5 % (contre 1,2 % aux Etats-Unis), le chômage a progressé beaucoup plus vivement et sa montée se poursuit. L'ampleur de l'assainissement nécessaire était en effet plus grande. Certains indicateurs se sont améliorés rapidement, ce qui est normal en période de récession et n'indique pas que les problèmes soient éradiqués. Ainsi le déficit courant qui était apparu en 1987 s'est-il fortement réduit (s'il s'est éclipsé à la mi-1991, c'est momentanément sous l'effet du facteur exceptionnel qu'ont constitué les transferts au titre de la guerre du Golfe). Ainsi encore le rythme de l'inflation a baissé comme en témoignent les statistiques de prix des intrants, prix à la production et surtout des salaires. Le ralentissement est toutefois moins ample que ne le suggère l'indice des prix à la consommation : celui-ci n'est en août 1991 supérieur que de 4,5 % à son niveau d'août 1990, résultat exceptionnel dû à l'évolution des prix du pétrole intervenue entre temps, à l'abaissement de la poll tax et à la diminution des taux d'intérêt hypothécaires.

Tout cela a incité les autorités monétaires à assouplir leur position ; les taux d'intérêt ont été abaissés à plusieurs reprises depuis octobre 1990, le jour le jour n'étant plus que légèrement supérieur à 10 % en septembre 1991. Cela a été rendu possible par le fait que la livre n'a pas subi de tensions à l'intérieur du SME. En effet le niveau des taux d'intérêt à court terme était encore élevé tandis que les perspectives de désinflation laissaient attendre de nouvelles baisses des taux longs.

Et pourtant, la reprise a tardé à se manifester et demeure balbutiante au début de l'automne 1991. L'endettement massif des entreprises y est pour beaucoup : celles-ci, afin d'assainir leur situation financière, ont diminué leurs investissements et continuent de le faire ; elles ont par ailleurs licencié et s'appêtent à poursuivre dans cette voie, ce qui pèse sur les anticipations et sur le revenu effectif des ménages. Dans ces conditions, pas plus qu'aux Etats-Unis, la baisse des taux d'intérêt n'a suffi à impulser une reprise forte de l'activité.

... mais la phase descendante ne fait que commencer en Allemagne et au Japon

Le cas de l'Allemagne occidentale est radicalement différent des deux précédents : le ralentissement cyclique que laissent attendre des indicateurs tels que les entrées en commande, qui avaient arrêté de croître au printemps 1989, a été balayé par le choc de demande issu de la réunification. Celui-ci a soutenu l'activité jusqu'au printemps 1991.

La situation allemande d'aujourd'hui rappelle à certains égards celle des Etats-Unis au début des années quatre-vingt : une demande devenue excessive relativement aux capacités de production — plus brutalement que la demande américaine il y a dix ans — est soutenue par un déficit budgétaire massif. Il s'ensuit une accentuation des tensions inflationnistes, du fait notamment que les salaires progressent plus rapidement que la productivité, et une dégradation du solde extérieur. Pour lutter contre ces évolutions, les autorités monétaires durcissent leur politique. Le taux d'intérêt au jour le jour a été accru de 3 points en deux ans (du printemps 1989 au printemps 1991) de sorte que, la progression de l'inflation ayant été plus lente, le taux d'intérêt réel à court terme s'est accru de 2 points. Les agrégats monétaires sont malaisés à interpréter, l'unification ayant entraîné une rupture de série et de signification. A la mi-1991, M3 se situait à un niveau supérieur de 20 % à celui d'un an auparavant. Mais l'essentiel de ce décrochement est imputable à l'extension de la zone DM. Qui plus est, sur une base unifiée, M3 est à l'intérieur de la fourchette qui lui avait été assignée en juillet 1991 (de 3 à 5 % et non plus de 4 à 6 %).

La politique monétaire restrictive n'est qu'en partie responsable du retournement conjoncturel ouest-allemand à la mi-1991. Celui-ci était inéluctable, elle l'a seulement un peu précipité. En effet, le choc de demande est-allemand s'estompé. La consommation des ménages ouest-allemands, au-delà d'un sursaut motivé par des achats d'anticipation (avant la hausse de la TVA du 1^{er} juillet), a évolué comme le revenu au cours des semestres récents : le taux d'épargne des ménages allemands est resté constant. Or les perspectives de revenu sont moins bonnes (cf. *infra*), d'autant qu'après l'allègement des impôts de début 1990, ce sont les alourdissements fiscaux qui se multiplient depuis début 1991. L'effet d'accélérateur arrivait à son terme : l'investissement en équipements des entreprises a progressé de + 4 % (en volume) entre le début 1987 et le début 1988 ; + 8 % jusqu'au début 1989 ; + 15 % jusqu'au début 1990 ; et à nouveau de 15 % jusqu'au début 1991. Au total il s'est accru de 50 % en 4 ans, en partie pour rationaliser les capacités de production, mais en partie aussi pour les étendre. Leur évolution apparaîtra rapidement excessive face à des perspectives de demande d'autant plus médiocres que le commerce mondial manquera de dynamisme. Cet effet semble plus important que le jeu des taux d'intérêt, car l'investissement a largement été auto-financé par les entreprises.

Le Japon n'a pas connu non plus de fléchissement de sa production en 1990 ; c'est seulement au printemps 1991 que se manifestent claire-

ment les premiers signes d'essoufflement de l'activité économique. Ceux-ci sont assurément imputables au ralentissement des débouchés extérieurs, quoique le soubresaut des importations extrême-orientales ait en partie compensé la baisse des importations américaines. Mais ils sont surtout liés aux mécanismes cycliques à l'œuvre, d'autant que les autorités monétaires ont tenté d'accélérer le retournement conjoncturel. Sous l'effet d'une politique monétaire laxiste les années précédentes, l'économie japonaise était entrée dans une phase de surchauffe qui se manifestait par un dérapage de l'indice des prix inquiétant dans sa tendance, sinon dans ses niveaux : le rythme annuel était passé de 0 % à la mi-1987 à 1 % début 1988, 2 % début 1989, 3 % mi-1989, 4 % fin 1990. Et, surtout, les tensions inflationnistes s'accumulaient tant dans l'appareil productif (avec une arrivée à saturation des capacités et un marché du travail de plus en plus tendu) que dans la sphère financière où se gonflaient dangereusement des bulles spéculatives. Les entreprises avaient largement emprunté pour investir et pour acquérir des titres financiers ; les perspectives de profitabilité des titres étaient élevées dans une phase d'expansion où les profits augmentaient ; le taux de rendement des titres s'était accru, stimulant les achats et alimentant une spéculation à la hausse des prix. Les ménages soutenaient leur consommation par un endettement croissant fondé sur l'effet de richesse. Par une politique restrictive qui a fait passer les taux au jour le jour de 3 % à la mi-1988 à plus de 8 % au début de 1991, les autorités sont en partie parvenues à dégonfler ces bulles. Le marché de l'immobilier a fortement baissé (l'investissement en logements des ménages a déjà baissé de 7 % entre le troisième trimestre 1990 et le deuxième trimestre 1991), la Bourse a chuté (l'indice Nikkei a diminué de 40 % entre la fin 1989 et la fin 1990 ; la rechute des mois récents est plus imputable aux scandales financiers qu'à la politique monétaire). La baisse du taux de l'escompte en juillet 1991 n'a pas changé fondamentalement cette orientation.

Si la production a néanmoins tardé à ralentir, c'est un peu comme au Royaume-Uni par le jeu du commerce extérieur ; la progression des exportations s'est certes modérée, mais les importations ont diminué de sorte que la moitié de la progression du PNB au premier semestre 1991 est imputable au commerce extérieur. Par ailleurs les entreprises japonaises ont continué à investir massivement dans le double souci d'étendre des capacités sollicitées par une demande effectivement forte et qu'elles prévoyaient en progression toujours soutenue, et de substituer du capital au travail. C'est en effet de manière structurelle que la population active potentielle est insuffisante, la faible croissance de sa composante masculine n'étant compensée ni par une élévation du taux d'activité féminin ni par un recours à l'immigration, la première et surtout la seconde solution étant jugées inacceptables. Entre le premier trimestre 1987 et celui de 1991, l'investissement productif privé a augmenté de 68 %. A présent les contraintes de financement vont peser à court terme tandis que les capacités de production vont apparaître excédentaires avec le ralentissement de la demande. Le retournement conjoncturel est déjà inscrit dans la révision à la baisse des prévisions d'investissement des entreprises.

Les autres pays d'Europe occidentale sont dans une situation intermédiaire

Les pays européens autres que l'Allemagne et le Royaume-uni se sont trouvés influencés par des forces contradictoires dont la résultante a été ou sera prochainement globalement récessive. Nombre d'entre eux étaient voués à un ralentissement si l'on en juge d'après l'évolution de leurs carnets de commande : ceux-ci commençaient à fléchir début 1989 dans des pays tels que la France, l'Italie, la Belgique et les Pays-Bas. Le choc de la crise du Golfe a partout accentué des comportements attentistes. Le choc issu de la réunification allemande n'a pas eu partout le même impact. Là où les économies étaient proches de la surchauffe il en est résulté à la fois une certaine éviction de la demande intérieure par les exportations et des tensions accrues sur les taux d'intérêt ; en revanche là où les facteurs de production étaient sous-utilisés il en est résulté un sursaut de l'activité. L'Autriche et les Pays-Bas en ont été les principaux bénéficiaires. Dans un second temps, tous ont pâti, à des degrés divers, de la hausse des taux d'intérêt allemands.

En France l'activité avait particulièrement chuté dans l'industrie manufacturière dès la fin 1990. Le maintien à bas niveau au cours de l'hiver a permis alors d'enrayer une constitution de stocks jugée excessive sans toutefois parvenir à résorber ceux-ci de manière satisfaisante. La demande intérieure s'était en effet notablement ralentie ; hors stocks elle a crû d'à peine plus de 1 % du deuxième trimestre 1990 au deuxième trimestre 1991. Sur cette période les ménages ont légèrement élevé leur taux d'épargne en dépit de prélèvements obligatoires accentués. Les dépenses de logement ont baissé ; celles de consommation n'ont augmenté que d'environ 1 %. Les entreprises ont commencé à réduire leurs investissements en réaction à la dégradation de leur situation financière. La guerre du Golfe a accentué les coupes budgétaires qui n'ont pas épargné les services aux entreprises (voyages, publicité), l'investissement et l'emploi industriels ont été les plus affectés. Les seuls moteurs de la demande ont été les investissements publics et l'exportation, tous deux en hausse annuelle de 5 %.

La sortie de la guerre a permis un rebond qui s'est étalé jusqu'en juillet. Cependant le pallier sur lequel l'économie semble s'être installée témoigne de comportements de dépenses encore très prudents. En dépit d'une pointe de rattrapage en juillet les ménages consomment relativement peu en regard de leur revenu et leurs achats de biens durables n'ont pas regagné leur rythme passé. Les entreprises continuent de juger leurs stocks excessifs, ce qui pèse sur la demande intérieure et modère les importations de biens manufacturés. Les carnets de commande ne se sont pas reconstitués en dépit d'une demande étrangère en voie de raffermissement. Les agrégats monétaires, reflet de l'activité en cours, ont vu leur croissance se ralentir fortement.

Une croissance étendue à tous les pays de l'OCDE ne semble guère pouvoir être atteinte avant la mi-1992

Au cours des prochains mois, les débouchés extérieurs ne stimuleront guère l'activité des pays d'Europe occidentale...

Considérons tout d'abord l'évolution probable du commerce extérieur de produits manufacturés. Les évolutions des demandes internes qui les sous-tendent seront explicitées plus loin .

— Les importations de l'Europe de l'Est en provenance de l'OCDE ⁽²⁾, qui avaient baissées à la suite des réformes (– 15 % entre la fin 1989 et la fin 1990), se sont redressées au premier semestre 1991. La dissolution du COMECON a en effet incité ses anciens membres à substituer dans leurs achats à l'étranger des fournisseurs occidentaux aux fournisseurs traditionnels. La progression pourrait connaître un rythme annuel proche de 5 % sous l'effet de forces contradictoires : d'un côté une extension de ce processus de substitution aux diverses républiques de l'URSS et la contrepartie des crédits accordés par les pays occidentaux ; mais de l'autre côté l'effet récessif de la transition à l'économie de marché.

— Les importations des zones en développement se sont redressées assez fortement au premier semestre 1991 pour des raisons souvent ponctuelles. La vive croissance des importations de l'OPEP, et notamment des pays du Golfe à l'exception de l'Irak, sera suivie par des rythmes plus lents. La reconstruction du Koweït et ultérieurement de l'Irak prendra du temps, l'évolution attendue du prix du pétrole bride les ressources de l'ensemble de la zone. En Extrême-Orient, la forte croissance des importations au cours des trimestres récents est imputable à la surchauffe de plusieurs des Nouveaux pays industrialisés et à la Chine. C'est une plus grande modération qui est attendue à présent, une nouvelle accélération ne pouvant guère intervenir avant la mi-1992. En Amérique latine le desserrement de la contrainte extérieure issue du plan Brady et la poursuite des efforts d'ouverture ont autorisé une croissance des importations qui pourrait se poursuivre grâce aux recettes tirées du redémarrage du marché nord-américain.

— Pour les *Etats-Unis*, on attend une poursuite de la reprise dès à présent engagée à un niveau anormalement lent : la demande intérieure de ce pays progresserait d'ici la fin de l'année 1992 à un rythme annuel de l'ordre de 3,5 %, soit moitié moins que lors de la reprise de 1982-

(2) On les appréhende ici sur une base statistique homogène, c'est-à-dire en n'y incluant pas au titre du commerce ouest-est les exportations de l'ancienne RDA vers les pays anciennement membres du COMECON. Cette base nécessite un calcul, car les données officielles, notamment celles publiées par l'OCDE, introduisent une rupture de série à partir de janvier 1991 en étendant ainsi le champ géographique de exportations de l'« Allemagne » vers l'Europe de l'Est.

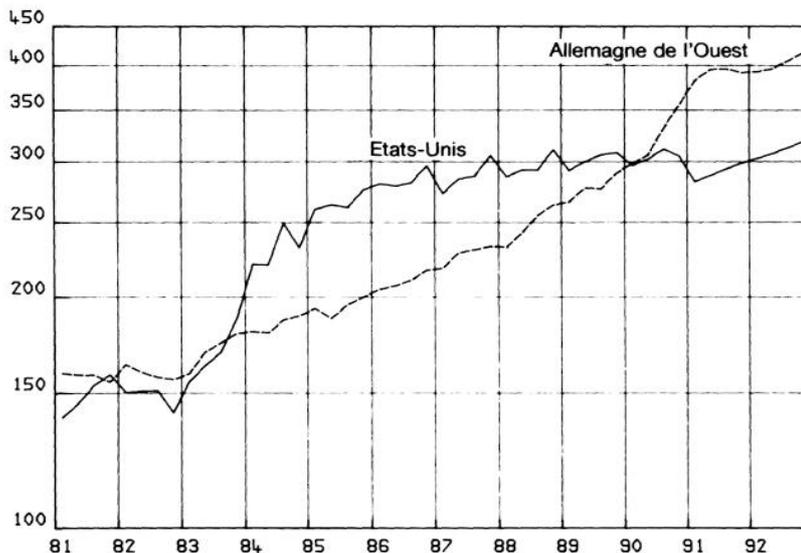
1983. Le taux de change du dollar exerçant via les prix relatifs ses effets sur les volumes d'importation avec 3 à 4 trimestres de retard, ce sont les cours observés depuis le début de l'année 1991 qui joueront un rôle déterminant dans l'évolution du taux de pénétration au cours de cette période. Ces niveaux ont été plus élevés qu'en 1990. Relative détérioration de la compétitivité et reprise de la demande se combineront ainsi pour provoquer une augmentation du taux de pénétration, alors que celui-ci avait stagné de la mi-1986 à la mi-1990 et s'était ensuite notablement abaissé. Au total les importations américaines (de produits manufacturés, en volume, cvs) qui ont fortement baissé au premier semestre 1991 vont à présent augmenter à un rythme annuel de 6 à 7 %. Un schéma de même nature s'applique aux autres pays anglo-saxons qui sortent de la récession : Royaume-Uni et Canada.

— Pour l'Allemagne occidentale en revanche, pays où le choc de demande touche à sa fin et qui va s'engager dans un ralentissement prononcé de sa demande intérieure, les importations qui avaient explosé depuis deux ans (leur progression atteint 40 % entre le deuxième trimestre 1989 et le deuxième trimestre 1991) vont stagner. Les importations japonaises pour leur part, après avoir augmenté de 13 % entre la fin 1989 et la fin 1990, ont reculé au premier semestre 1991 sous l'effet de facteurs un peu exceptionnels (diminution des achats d'objets d'art) et du début du ralentissement de l'activité. C'est une progression lente que l'on peut désormais anticiper.

Dans ces conditions, les débouchés extérieurs des pays d'Europe occidentale autres que l'Allemagne évolueront de manière plutôt défavorable au cours des prochains mois et ne se développeront rapidement qu'après la mi-1992. Certes, les importations anglo-saxonnes redémarreront ; mais à l'inverse celles de l'Allemagne cessent brusquement de progresser (graphique 3). Les premières pèsent d'un poids beaucoup plus lourd que les secondes dans le commerce mondial considéré

3. Importations de produits manufacturés

Indices de volume cvs, base 100 en 1972



Sources : US Department of Commerce, Bundesbank, prévisions OFCE.

comme simple somme de ses différentes composantes ; l'inverse est vrai pour les débouchés des pays d'Europe occidentale. Ainsi la France dirige 20 % de ses exportations vers l'Allemagne, 9 % vers le Royaume-Uni et 6 % vers les Etats-Unis. En conséquence la « demande adressée à la France », comme celle adressée à des pays tels que l'Italie, l'Espagne, la Belgique ou les Pays-Bas, n'affichera qu'une croissance au rythme annuel d'environ 3,5 % jusqu'à l'été 1992, 5 % ensuite. Cela vient aussi du fait que l'on prévoit des importations modérées dans un premier temps en provenance de ces pays eux-mêmes. Bien qu'ils ne présentent pas strictement la même conjoncture, ils ne tarderont pas à retrouver des évolutions voisines. Les premiers à manifester des signes de reprise autonome seront dans un premier temps freinés par les autres cependant qu'ils en accéléreront la convalescence. Il apparaîtra alors au second semestre 1992 que les pays d'Europe occidentale s'entraînent mutuellement.

... qui resteront handicapés par le niveau encore élevé des taux d'intérêt

Les débouchés extérieurs pourront donc accentuer la reprise à partir de la mi-1992 en Europe occidentale, mais ils ne la créeront pas. Alors d'où viendra-t-elle ? Ce qui autorise à l'accoutumée un redémarrage de l'activité, c'est essentiellement le fait que ceux qui détiennent les moyens de paiement estiment en avoir suffisamment accumulé. Comment en accumulent-ils ? A la fois par une pression sur leurs coûts, lorsqu'il s'agit d'entreprises, et une réduction de leurs dépenses, en ce qui concerne à la fois les ménages et les entreprises. Les premiers, après avoir limité leurs placements, reconstituent leurs liquidités ; ce mécanisme est d'autant plus long au niveau macro-économique que le revenu des ménages est obéré par la chute des revenus salariés due aux licenciements. Les entreprises, considérées individuellement, diffèrent leurs investissements et allègent leurs coûts salariaux ; cela passe à la fois par des diminutions d'emploi et par de moindres revendications salariales liées justement à la montée du chômage. Considérées dans leur ensemble, elles bénéficient en outre de la faillite de certaines d'entre elles ; cela accroît la rentabilité, non pas seulement par disparition pure et simple, mais aussi par le fait que leurs équipements sont rachetés à bas prix par leurs concurrentes. Il faut ajouter à cela que l'inflation se ralentit, et qu'en conséquence le coût du crédit finit par s'abaisser. Les agents économiques thésaurisent alors une moindre fraction de leurs revenus. Le reste est soit consommé, soit investi physiquement ou financièrement. Au surplus les dépenses d'équipement importantes font appel aux ressources financières propres et à des fonds extérieurs ; c'est pourquoi la disponibilité et le prix de ces derniers jouent un rôle crucial dans l'enclenchement et dans la rapidité de la phase de reprise.

Un tel enchaînement ne se déroule jamais de manière « pure », d'autant qu'il est affecté par l'environnement international du pays considéré. La reprise peut dans certaines circonstances bénéficier d'un décalage cyclique qui l'amplifie plus qu'elle ne le provoque : c'est le

cas du pays qui se redresse après les autres. Cela n'est assurément pas le cas des premiers pays à démarrer, c'est-à-dire les pays anglo-saxons, où ce sont clairement des mécanismes internes qui sont à l'œuvre et dont la reprise risque d'être ralentie précisément parce qu'ils offrent aux autres des débouchés sans contrepartie. Ce sera en revanche le cas pour l'Allemagne occidentale et le Japon. La reprise peut aussi être retardée et/ou amoindrie par l'environnement international pour des raisons financières. C'est le cas, dans lequel se trouvent bon nombre de membres du SME, d'un pays ayant réussi à ramener les dépenses en capital en deçà des possibilités de mobilisation d'épargne tant externe qu'interne. L'inflation intérieure ne justifie pas le haut niveau des taux d'intérêt qu'impose, en système de changes fixes, le niveau allemand.

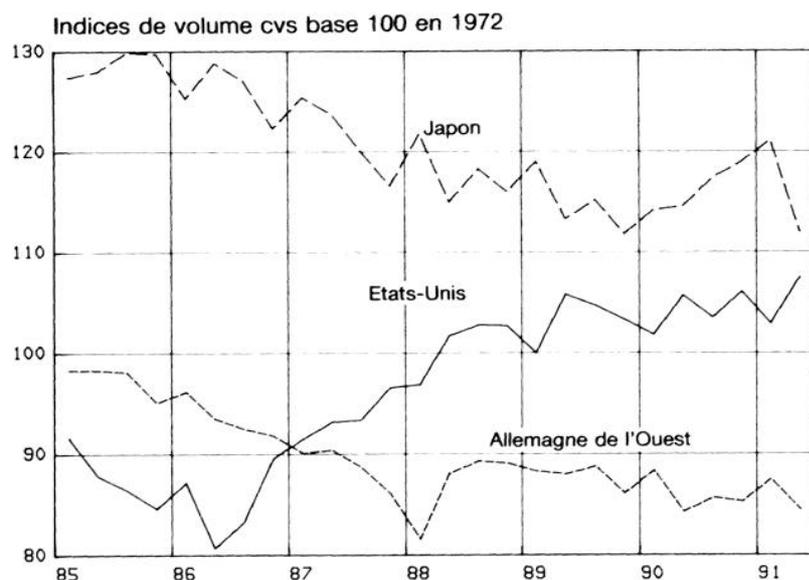
Précisons ce dernier point. Lorsqu'un pays dominant traverse une croissance forte assise sur d'importants déficits budgétaire et extérieur et que cette situation a appelé une politique monétaire restrictive, l'impact pour les autres pays se modifie au cours du temps. La dynamique des flux de marchandises est tout d'abord bénéfique pour les autres pays : il y a impulsion. Elle est ensuite compensée par le haut niveau des taux d'intérêt : l'effet est neutre. Dans un troisième temps, la croissance du pays dominant s'essouffle, ainsi donc que ses importations, alors même que ses taux d'intérêt restent élevés : il y a freinage. Dans un quatrième temps, la politique monétaire peut s'y assouplir, de sorte que l'impact redevient neutre. Un tel schéma peut s'appliquer à l'économie américaine des années quatre-vingt ; il s'applique aujourd'hui à l'Allemagne occidentale. La situation la pire pour les autres pays est la troisième phase du processus, celle qui a débuté à la mi-1991 : importations stagnantes, taux d'intérêt élevés. Or il est à craindre qu'elle perdure jusqu'au printemps 1992.

En Allemagne, le ralentissement de la croissance autorisera une détente des taux d'intérêt au printemps 1992

Un an après la réunification, l'ancienne ⁽³⁾ Allemagne de l'Ouest entre à son tour dans une phase de ralentissement économique marqué. Celui-ci a assurément été différé par le choc de demande multiforme issu de cet événement. Les ménages est-allemands ont utilisé une large fraction de leur épargne préalable et de leurs revenus pour acquérir des biens de consommation ouest-allemands (ou importés par l'Allemagne de l'Ouest). La croissance de cette consommation effective et anticipée, et les débuts de la reconstruction à l'Est, ont incité les entreprises à accélérer massivement leurs dépenses d'investissement. L'ensemble

(3) La distinction statistique devient plus périlleuse au fur et à mesure que le temps passe. L'isolement des achats des ménages est-allemands au sein de la consommation des ménages, par exemple, fait l'objet d'une reconstitution logique et non pas de l'observation. Dès à présent, les statistiques de balance courante ne décrivent que l'ensemble de l'Allemagne, ce qui introduit une rupture relativement à la série précédente. En outre pour la seule Allemagne de l'Ouest le PNB s'est accru un peu moins vite que le PIB en 1990 ; l'écart pourrait atteindre 1/2 point en 1991.

des entreprises ont alors accru leur embauche et leurs salaires, ce qui a à son tour favorisé la croissance de la consommation des ménages ouest-allemands ; ceux-ci ont en outre bénéficié début 1990 d'un allègement des impôts directs. Il ne semble pas que les entreprises allemandes aient délibérément délaissé les marchés extérieurs pour satisfaire en priorité la demande nationale : l'examen des parts de marché ne fait pas apparaître de rupture en 1990 dans la tendance à l'effritement de ces parts qui affecte l'Allemagne depuis la fin-1985 sous l'effet de la dépréciation du dollar (graphique 4). Les capacités productives s'avérant toutefois insuffisantes dans l'immédiat, l'économie allemande a massivement eu recours aux importations, ce qui a eu pour effet de détériorer son solde extérieur. Celui-ci a en outre été grevé au premier semestre 1991 par les transferts versés aux économies occidentales directement engagées dans la guerre du Golfe. Dans ces conditions, pour la première fois depuis dix ans, le solde courant allemand est redevenu déficitaire au premier semestre 1991 alors qu'il dégagait à la veille de la réunification un excédent supérieur à 50 milliards de dollars (en rythme annuel).



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

Sources : calculs OFCE d'après l'OCDE, US Department of Commerce, Bundesbank.

Le déficit budgétaire, cependant, n'a cessé de s'accroître. L'ensemble des transferts ouest-allemands en faveur de l'ex-RDA est estimé à environ 150 milliards de DM pour cette année. Ces dépenses correspondent aux deux tiers du PNB est-allemand. L'effort pour l'Est aura absorbé en 1991 un quart du budget fédéral de l'Allemagne unie (hors dépenses au titre de la Treuhandanstalt). Malgré l'augmentation récente des prélèvements obligatoires (cotisations de sécurité sociale, impôts indirects) le déficit des administrations atteindra 140 milliards de DM (5 % du PNB) cette année si l'on tient compte du besoin de financement de la Treuhandanstalt et de l'excédent dégagé par la Sécurité sociale (tableau 1). En 1992, les déficits publics ne devraient pas

baisser compte tenu du ralentissement conjoncturel, de la suppression prévue de la « surtaxe de solidarité » sur les revenus des sociétés, et de la persistance de besoins importants de financement dans la partie orientale de l'Allemagne.

1. Soldes des administrations publiques en RFA, 1991

En milliards de DM

(1) État fédéral	- 59
(2) Länder et communes, Allemagne de l'Ouest	- 23
(3) Länder et communes, Allemagne de l'Est	- 13
(4) Fonds de l'unité allemande	- 31
(5) Autres fonds	- 10
Déficit (1) à (5)	- 136
(6) Treuhandanstalt	- 21
(7) Sécurité sociale	+ 14
Déficit (1) à (7)	- 143 (*)

(*) Soit 5,1 % du PNB de l'Allemagne unie.

Sources : IFW, IFO, HWWA, estimations OFCE.

Face à cette situation et surtout aux tensions inflationnistes ⁽⁴⁾ qui s'ensuivent, les autorités monétaires n'ont cessé de durcir leur position. Les taux d'intérêt nominaux à court terme dépassent 9 % au début de l'automne 1991, soit environ 5 % en termes réels. Les taux d'intérêt à long terme sont un peu inférieurs à ces niveaux depuis le début de l'année 1991, les marchés jugeant crédible la politique de la Bundesbank. Une telle politique est en effet de nature à accentuer la phase descendante du cycle. Certes, le déficit budgétaire continue et continuera à soutenir l'activité. Mais la consommation des ménages va cesser d'être dynamique, car le revenu disponible des ménages sera à présent affecté par une pression fiscale accrue et par l'arrêt de la croissance de l'emploi. Il faudra sans doute attendre la fin du premier trimestre 1992 pour que la Bundesbank, au vu de la croissance du chômage en Allemagne occidentale et surtout de la modération des tensions inflationnistes — ce second point étant à ses yeux plus important que le précédent — commence à abaisser les taux courts.

(4) Rappelons que la hausse des prix en juillet, imputable au relèvement des impôts indirects, n'est pas à proprement parler inflationniste puisqu'elle n'est pas suivie d'enchaînements cumulatifs. La Bundesbank craint toutefois que les syndicats exigent en contrepartie une augmentation additionnelle ultérieure des salaires.

Dans ces conditions, et compte tenu des évolutions internes propres aux Etats-Unis, le taux de change du DM relativement au dollar devrait s'apprécier jusqu'au début de 1992. Le déficit de la balance courante, encore élevé à l'automne 1991, s'estompera peu à peu pour laisser place à un léger excédent au milieu de l'année 1992.

Les Etats-Unis et le Japon croîtront lentement jusqu'à l'été 1992 pour des raisons distinctes

La reprise de l'activité aux *Etats-Unis* sera datée du troisième trimestre 1991, le deuxième ayant encore affiché une baisse (quoique fort légère). C'est dès le mois de mai en fait que la production industrielle a recommencé à croître. Cette récession aura donc été brève, et peu ample au regard des cycles précédents. Entre le troisième trimestre 1990, dernier point haut, et le deuxième trimestre 1991, le PNB n'a diminué que de 1,2 % contre 2,5 % entre le début 1980 et la fin 1982 ou 4,5 % entre la fin 1973 et le début 1975. C'est du reste ce qui fait craindre à certains observateurs un « profil en W », c'est-à-dire une rechute dans la récession comparable à celle de la fin 1981. Il est vrai que l'ajustement des mois récents n'a pas été suffisamment ample pour apurer la situation ; mais le contexte est suffisamment différent de celui d'il y a dix ans pour, nous semble-t-il, favoriser une reprise lente plutôt qu'une décroissance.

La politique monétaire a disposé d'une marge de manœuvre certaine pour s'assouplir : l'inflation constatée et anticipée est faible. Les salaires nominaux continuent à progresser moins rapidement que la hausse des prix, comme ils le font depuis le début de 1987. La productivité a recommencé à augmenter au deuxième trimestre, quoique modérément, sous l'effet de la stabilité de l'emploi alors que la production a recommencé à augmenter ; cette évolution se poursuivra au moins jusqu'à la fin de l'année, permettant un nouvel abaissement des coûts salariaux. Le prix des matières premières industrielles est jusqu'à présent demeuré orienté à la baisse, et la faiblesse de la conjoncture mondiale au cours des prochains mois ne laisse pas attendre leur remontée. Quant au prix du pétrole, au-delà d'oscillations assez fortes (cf. *infra*), il continuera à avoisiner 19/20 dollars/baril jusqu'à la fin de l'année 1992. Les autorités monétaires n'attendent pas une dépréciation du dollar qui serait de nature à gonfler les prix à l'importation (nous n'attendons pour notre part qu'une baisse de 3 % vis-à-vis du Yen et 5 % vis-à-vis des monnaies européennes entre la mi-1991 et la mi-1992, une remontée s'opérant ensuite). Dans ces conditions, en l'absence de surchauffe, la baisse des taux d'intérêt contribue à modérer l'inflation puisqu'elle abaisse les charges des entreprises. Au total, avec sans doute une légère accélération en cours d'année, l'année 1992 se caractérisera par un rythme de hausse des prix de l'ordre de 3,5 %. Les taux courts ont sans doute en septembre 1991 atteint la fin de leur mouvement de baisse. Aller au-delà, avec une inflation identique à celle de l'Allemagne, alors que les deux pays vont être prochainement en compétition pour capter des capitaux étrangers serait périlleux. Leur remontée toutefois ne devrait guère survenir avant le second semestre

1992, lorsque l'accélération de la croissance reposera sur un nouvel élan du crédit. Les taux longs cependant ont encore une marge à la baisse ; le taux à 30 ans, légèrement inférieur à 8 % en septembre 1991, pourrait s'établir à 7,5 % au premier semestre 1991 avant d'entamer une lente remontée.

Un tel contexte monétaire, quand bien même le système financier n'accorde encore que parcimonieusement des crédits, est de nature à favoriser la reprise. Celle-ci sera néanmoins lente parce que la restauration de la situation financière des agents économiques privés sera longue et que les finances publiques sont dans l'incapacité de soutenir l'activité. Côté entreprises, les charges, on l'a dit, sont en cours d'allègement mais de manière moins vigoureuse que de coutume ; les profits dégagés par une activité accrue restent à venir. La poursuite de l'assainissement passera donc aussi par un comportement peu dynamique en matière d'investissement. Côté ménages, le taux d'épargne ne dispose que d'une faible marge à la baisse, et l'évolution du revenu disponible sera lente, le salaire réel individuel étant stable et le nombre des emplois n'étant appelé à se redresser que lentement.

Les soldes extérieurs, cependant, vont se détériorer. Le solde commercial (c'est-à-dire les échanges de marchandises) a sans doute atteint son meilleur niveau au deuxième trimestre 1991, avec un rythme annuel de - 75 milliards. Le point bas avait été atteint au second semestre 1987 à - 170 milliards. Depuis lors la forte dévaluation puis l'inversion du différentiel de conjoncture entre les Etats-Unis et le reste du monde industrialisé ont porté leurs fruits. C'est le mouvement inverse qui va à présent se dessiner. Les fluctuations du taux de change ont été d'ampleur limitée au cours des semestres récents. Toutefois l'appréciation du dollar au premier semestre 1991, combinée à l'avance conjoncturelle des Etats-Unis, va provoquer à partir de l'hiver des pertes de parts de marché à l'exportation et une remontée du taux de pénétration sur le marché intérieur. Ces mouvements seront d'ampleur limitée, mais ils contrasteront avec les gains passés. Le déficit commercial va donc se creuser progressivement pour tendre vers 100 milliards fin 1992. Le solde des invisibles, c'est-à-dire du passage entre la balance commerciale et la balance courante, restera positif ⁽⁵⁾. Il a été exceptionnellement gonflé par les transferts pour financer l'effort de guerre qui se sont élevés à 34 milliards de dollars au premier semestre (soit 68 milliards en rythme annuel) ; en l'absence de cet élément, la balance courante aurait été déficitaire au premier semestre 1991 de 40 milliards de dollars en rythme annuel. Une vingtaine de milliards reste à venir. L'an prochain en revanche ce facteur aura disparu, laissant le déficit se creuser jusqu'à un niveau proche de 70 milliards en rythme annuel au second semestre.

C'est donc parce que la phase ascendante du cycle sera privée de son dynamisme habituel que la croissance sera lente aux Etats-Unis

(5) En dépit de la position débitrice nette des Etats-Unis vis-à-vis de l'extérieur. Les avoirs américains à l'étranger semblent assortis d'un rendement supérieur à celui des engagements et, qui plus est, sous-estimés par les statistiques officielles.

jusqu'à l'été 1992. Le cas du *Japon* est inverse. C'est parce que ce pays sera engagé dans la phase descendante de son cycle que la croissance y sera lente jusqu'à l'été 1992. Les soldes extérieurs se caractériseront par des excédents croissants.

L'infléchissement conjoncturel a été voulu par les autorités monétaires. Le resserrement de la distribution des crédits a freiné la croissance de la masse monétaire, réduisant enfin les liquidités disponibles pour le fonctionnement de l'économie. La croissance sur 12 mois de M2+CDs ⁽⁶⁾, qui avait culminé à 13 % en avril-mai 1990, a été ramenée à 3,4 % en juillet 1991. Un tel durcissement a provoqué une inversion de la hiérarchie des taux d'intérêt depuis novembre 1990, les taux courts ayant dans un premier temps continué à s'accroître tandis que les taux longs fléchissaient. Les uns et les autres diminuent lentement depuis juillet 1991, les taux longs restant inférieurs d'1/2 point aux taux courts. Cette inversion, qui témoigne sans doute de la crédibilité accordée par les marchés financiers à la politique menée, c'est-à-dire d'une réduction des anticipations inflationnistes, révèle en outre l'acuité de la raréfaction des sources de financement monétaire en même temps que des perspectives de court terme relativement pessimistes.

Le solde d'opinion des chefs d'entreprises quant à leur position financière baisse du reste depuis la mi-1989, ce qui est cohérent avec la diminution du ratio liquidité/ventes retombé au même niveau qu'en 1986. Le financement de l'investissement devient donc malaisé, l'autofinancement s'amenuisant et le coût du crédit étant élevé. Les entreprises voudront restaurer leur situation financière par une compression des coûts salariaux. Cela passera par des investissements de substitution du capital au travail qui soutiendront assurément cette demande des entreprises mais qui auront pour contrepartie un arrêt de l'augmentation de l'emploi. Ceci à son tour freinera le revenu et donc la consommation des ménages, qui est déjà obérée par la dégradation de la situation financière de ces derniers. Non seulement ils s'étaient fortement endettés pour faire progresser leurs dépenses, mais encore ils ont subi des pertes de richesse avec le dégonflement des bulles spéculatives. La baisse de l'investissement en logements est déjà amorcée. Le freinage de la consommation suit. L'extension des capacités pendant la phase de croissance a créé un potentiel qui sera inutilisé dès lors que l'activité ralentira. Les investissements d'extension des capacités vont donc se retourner à la baisse. En conséquence, le retournement de l'activité risque d'être assez net, et la phase descendante de se prolonger jusqu'au printemps 1992. Si une véritable récession semble pouvoir être évitée, c'est parce que la croissance des exportations sera nettement plus rapide que celle des importations. Excédent commercial et excédent courant vont poursuivre leur progression, le second d'autant plus vivement au deuxième semestre 1991 qu'il ne sera plus tiré vers le bas par les transferts de guerre.

(6) M2 + certificats de dépôt.

Les reprises s'échelonnent selon les zones jusqu'à l'été 1992

Le Japon redeviendra donc largement excédentaire (plus de 70 milliards de dollars en 1992) alors que l'Allemagne sera au mieux équilibrée. Les seuls autres pays de l'OCDE qui dégageront un solde statistiquement ⁽⁷⁾ positif sont les Pays-Bas et la Suisse, pour un peu plus de 10 milliards de dollars chacun en 1991 et en 1992. A eux quatre, ces pays dégagent un excédent qui s'accroîtra d'environ 40 milliards entre 1991 et 1992. Mais le déficit courant américain, dans le même temps, se creusera d'environ 50 milliards. Au total, il s'agira d'un jeu à somme quasiment nulle ; la détente au Japon aura permis aux Etats-Unis d'avoir un déficit courant, les capitaux issus du premier alimentant la reprise dans les seconds. Les conditions de financement du reste du monde ne se modifieront que lentement ; les capitaux disponibles sont peu abondants, leur prix baissera modérément à partir du printemps.

En ce qui concerne l'*Europe centrale* l'ampleur des récessions, la baisse du prix du pétrole et le fort recul des livraisons énergétiques de l'Union soviétique auront cette année empêché une dégradation plus forte des balances courantes. Or leur propension à importer des produits occidentaux devrait pleinement s'exprimer, comme dans le cas polonais récemment, dès que la chute de la demande intérieure ralentira. Même dans les pays de la région qui ont pu augmenter fortement leurs recettes d'exportation en devises fortes, notamment la Hongrie et la Pologne, le rythme de progression des ventes à l'Ouest devrait encore s'affaiblir. En 1992, les déficits courants dans la région auront de nouveau tendance à augmenter. Comme en 1991, le besoin de financement de ces pays dépassera 7 milliards de dollars. Dans l'ancienne Union soviétique, qui aura cette année bénéficié du passage au règlement en devises convertibles et aux prix mondiaux de ses exportations de pétrole vers l'Europe centrale et dont les importations ont beaucoup diminué, le déficit aura temporairement disparu en 1991 ; il réapparaîtra en 1992.

De 1990 à 1991, la balance courante de l'OPEP se sera détériorée d'une quarantaine de milliards de dollars en raison d'une part du retour à la normale du prix du pétrole et d'autre part des transferts liés à la guerre du Golfe. Le prix du pétrole (Brent) s'est stabilisé entre 19 et 20 dollars en moyenne trimestrielle depuis le début de l'année, soit près de 15 % en dessous de son niveau moyen de 1990. La zone n'ayant pas globalement ajusté ses importations, l'excédent commercial se contractera de 25 milliards de dollars en 1991. Les transferts de ressources liés à la guerre sont estimés à une quarantaine de milliards dont les trois quarts effectués en 1991. La fin de ces transferts améliorera donc nettement le solde courant de cette zone. Une reprise de la production pétrolière du Koweït et de l'Irak, estimée à 1,5 millions de barils par

(7) Les statistiques de balances courantes sont incohérentes à l'échelle mondiale, dégageant un « trou » de 80 milliards. La situation réelle est donc moins grave qu'il n'y paraît en termes de niveaux. En termes de variation d'une année à l'autre toutefois les difficultés évoquées dans cette chronique restent entières.

L'effondrement du commerce entre les anciens pays membres du CAEM, qui a été définitivement dissous en juin 1991, aura nettement amplifié les récessions en Europe centrale et orientale. La baisse des échanges à l'intérieur de la région pourrait atteindre 50 % en 1991 après 20 % l'année dernière. Après la Hongrie et la Pologne, en 1990, de vastes programmes de réformes ont aussi été lancés en Tchécoslovaquie, en Bulgarie et en Roumanie depuis le début de l'année. Le recul de la production industrielle devrait en 1991 atteindre jusqu'à 15 % en Pologne (après 25 % en 1990) et en Hongrie, entre 15 et 20 % dans les autres pays y compris l'Union soviétique. Cette baisse de l'activité a entraîné une progression rapide des taux de chômage qui sont passés de moins de 2 % à plus de 5 % dans la plupart des pays jusqu'à l'été 1991. Le nombre des sans-emploi atteint dès à présent 10 % de la population active en Pologne et devrait dépasser cette barre dans l'ensemble des pays, à l'exception de la Hongrie, à la fin de l'année.

Dans leur lutte contre l'inflation, les pays les plus avancés dans leurs réformes ont atteint certains succès. Ainsi le rythme mensuel de l'inflation a ralenti à environ 2 % en Pologne, en Hongrie et en Tchécoslovaquie au cours des derniers mois. En janvier, la hausse des prix avait encore atteint 13 % dans le premier pays et 26 % dans le dernier. La menace d'une reprise de l'inflation n'est cependant pas écartée. La suppression des subventions à la consommation n'est pas achevée, tandis que les revendications salariales auront tendance à s'amplifier. Les prix à la l'importation augmenteront de nouveau si des dévaluations se révèlent indispensables. L'Union soviétique, la Pologne et la Hongrie connaissent dès à présent d'importants problèmes budgétaires et devront resserrer encore leurs politiques macro-économiques.

En 1992 une stabilisation de l'activité est attendue à faible niveau en Pologne et en Hongrie. L'ajustement à la baisse continuera en revanche dans les autres pays d'Europe centrale, de même que dans les républiques de l'ancienne Union soviétique. La redéfinition de leurs relations mutuelles et l'accélération probable des réformes, notamment dans les républiques baltes, contribueront à prolonger la chute de l'activité dans la partie orientale de l'Europe.

jour en moyenne en 1992, pourrait être absorbée par le marché sans baisse excessive des prix en raison d'une meilleure tenue de la consommation mondiale de brut (+ 1 mbj) et vraisemblablement d'une baisse supplémentaire des exportations nettes des pays de l'Est. Avec un prix du pétrole qui reviendrait en moyenne annuelle de 20 dollars en 1991 à 19 en 1992 et une croissance mieux maîtrisée de ses importations, la zone pourrait limiter son déficit courant à 12 milliards l'an prochain au lieu de 27 en 1991.

Les comptes courants des pays d'Asie hors OPEP seraient équilibrés en 1991 et déficitaires en 1992. Le surplus des Nouveaux pays industrialisés et de la Chine se réduirait et le déficit des pays de l'ASEAN se creuserait. Cette dégradation suit la tendance des soldes commerciaux. Les exportations subissent la contraction des marchés américain et japonais en 1991 mais s'accéléraient en 1992 en dépit

d'une perte de compétitivité. Celle-ci résulte notamment de la montée des salaires dans les NPI. Du côté des importations, au rebond du premier semestre devrait succéder une croissance plus modérée, mais encore soutenue, du fait d'une activité qui resterait dynamique. Le ralentissement en Corée du sud et Singapour sera compensé par l'accélération à Taiwan, en Chine et donc à Hong Kong. En 1992, l'activité se ralentirait dans certains pays de l'ASEAN (Malaisie, Philippines) sous l'effet de politiques de lutte contre l'inflation et des déséquilibres extérieurs, mais elle repartirait en Corée et Singapour de sorte que le rythme moyen de croissance de la zone resterait élevé.

Les besoins de financement de l'*Afrique hors OPEP* resteront importants en 1991 et 1992 en raison de la très forte dégradation des termes de l'échange intervenue cette année. En revanche ils pourraient se résorber un peu en Amérique latine du fait de la baisse des taux d'intérêt des Etats-Unis, qui réduit les charges d'intérêt sur une partie substantielle de la dette extérieure, et d'une évolution plus favorable des prix à l'importation.

Pour les pays européens c'est sur la rapidité de l'assainissement interne que se joueront les chances de reprise, chances qui se concrétiseront d'autant mieux à partir du deuxième trimestre 1992 que le verrou constitué par les taux d'intérêt allemands aura partiellement sauté.

En ce qui concerne le *Royaume-Uni*, la cure a été sévère et n'est pas achevée. Les licenciements se poursuivront au moins jusqu'à la fin de l'année 1991, ce qui aura pour effet d'améliorer la situation des entreprises et de dégrader celle des ménages. Le revenu de ces derniers pâtira d'un ralentissement des salaires nominaux qui n'ira toutefois pas jusqu'à une perte de pouvoir d'achat. L'inflation ne décélèrera sans doute plus guère à partir des niveaux atteints à l'automne 1991, et pourrait dans un premier temps (jusqu'à la mi-1992) se stabiliser au voisinage de 6 %. Il s'agit là de l'inflation tendancielle et non de celle que décrit l'indice des prix à la consommation, qui pourrait n'afficher qu'une hausse de 4,5 % l'an prochain sous l'effet de la disparition de la poll tax. Dans l'immédiat, il s'agit d'une situation bien meilleure que celle des années 1988-1989, tandis que le chômage s'élève rapidement. Les autorités monétaires assoupliront donc encore leur position, jusqu'à ce que les taux d'intérêt s'approchent des niveaux allemands auxquels ils devront rester légèrement supérieurs en permanence. A partir de ce moment là, il n'y aura plus de perspectives de gains sur le court terme ; comme il n'y aura pas non plus de perspectives de désinflation ni donc de baisse des taux longs accroissant la valeur des titres correspondant, la livre n'aura plus d'attrait et elle baissera légèrement, parvenant toutefois à rester dans les marges du SME. Dans un pareil contexte, la reprise qui vient de s'esquisser sera plutôt vive mais plafonnée. La consommation des ménages aura cessé de baisser au second semestre 1991, l'investissement productif des entreprises ne le fera qu'au premier semestre 1992.

Parmi les autres pays européens, on peut distinguer deux grands groupes. Le premier est constitué par les économies très dépendantes de l'Allemagne où le creux conjoncturel se situera sans doute durant

l'hiver. Une chute de l'investissement est vraisemblable entre la mi-1991 et la mi-1992 en Belgique et surtout aux Pays-Bas où la situation financière des entreprises est fortement détériorée et où les capacités productives massivement étendues les trois années précédentes apparaissaient excessives dès l'été 1991. L'investissement en logements par ailleurs y entame un mouvement de baisse appelé à s'amplifier. En Autriche il se pourrait que l'investissement ralentisse seulement sa progression. Dans le second groupe se trouvent les économies d'Europe du Sud où la reprise pourrait s'amorcer dès la fin de 1991. La croissance en 1992 sera plus vive en Espagne qu'en Italie, le second de ces pays étant engagé dans une politique restrictive dans plusieurs domaines : une profonde modification des procédures de négociation salariales est en cours de négociation, le déficit budgétaire hors intérêt va être notablement réduit (dans la meilleure des hypothèses, il pourrait même laisser place à un excédent). Un déficit global subsiste bien sûr, la charge des emprunts étant considérable (en 1990 pour la première fois depuis 1924 en temps de paix la dette publique a dépassé le niveau du PIB). Paradoxalement, la détente des taux d'intérêt en Italie exercera un effet restrictif, car l'essentiel de la dette publique est détenu par les ménages ; la baisse des taux d'intérêt amenuise leurs revenus. L'investissement, après une chute courant 1991, se redressera modérément à partir du début 1992.

C'est au total un environnement international contrasté et peu porteur que l'on envisage pour la France en 1992. La désynchronisation des reprises des pays industrialisés ne lui accordera guère une impulsion par son commerce extérieur tandis que le haut niveau des taux d'intérêt freinera sa dynamique interne au moins jusqu'au printemps.

En France, la montée du chômage sera difficilement contenue malgré la reprise d'activité

La rentrée 1991 est pour le moins morose : le nombre de chômeurs s'est fortement accru (2,746 en août contre 2,492 un an plus tôt). Le climat des affaires est plutôt pessimiste : les carnets de commandes ne se sont pas redressés ; tout au plus ont-ils cessé de se dégrader. Les perspectives de production se sont améliorées dans l'industrie, mais trop peu pour inverser les anticipations de réductions d'effectifs. La consommation des ménages, après un sursaut en juillet grâce à l'automobile, semble être retombée en août. Le consensus de tous les prévisionnistes s'établit sur une croissance du PIB inférieure à 1,5 % cette année, alors qu'au printemps dernier la moyenne était proche de 2 %. Le budget pour 1992 est d'autant plus prudent que la croissance associée au projet de loi de finances, n'est que de 2,2 %.

Il n'y a guère que la comparaison avec l'Allemagne qui apporte quelques bonnes nouvelles : moindre inflation, forte réduction du déficit

commercial bilatéral et moindre déficit budgétaire relativement au PIB. Mais le ralentissement engagé Outre-Rhin rend les exportateurs français plutôt pessimistes : si l'envolée de la demande intérieure de notre premier client n'a pas permis de redresser la demande extérieure, et de ce fait la croissance française, comment son reflux pourrait-il être compatible avec une reprise des exportations ?

Le pessimisme actuel des prévisions reflète l'attentisme présent des entreprises (la reprise tant annoncée aux lendemains de la guerre du Golfe n'est guère venue) et la faible crédibilité d'une accélération de la croissance européenne, en raison du ralentissement Outre-Rhin. La croissance tirée uniquement par l'extérieur n'est effectivement pas la plus probable. Il faut cependant examiner quels ressorts internes sont susceptibles d'entraîner la reprise française, et dans quelle ampleur.

Au printemps dernier, la prévision de l'OFCE tablait sur une faible croissance en 1991 (+ 1,3 %) et sur une reprise en 1992 de l'ordre de 3 %. Les enchaînements étaient alors les suivants : le ralentissement économique de 1991 prolongeait celui de 1990 (fin d'un cycle de consommation de biens durables, en particulier automobiles ; moindres besoins d'investissements dans un contexte de demande ralentie et de profits moins amples ; environnement international moins porteur). L'attentisme consécutif à la guerre du Golfe accentuait d'autant plus ce ralentissement que celui-ci était à l'époque controversé, donc sous-estimé par les entreprises. Pour que se dégèlent les dépenses contenues, nous estimions qu'il faudrait d'abord que les entreprises perçoivent clairement un rebond de la demande finale et que s'améliorent les conditions de financement de l'investissement. La reprise n'était ainsi entrevue que pour la fin de 1991, quand la compression des effectifs, la résorption des stocks et la baisse des taux d'intérêt auraient permis de redresser les ratios d'exploitation, tandis que la pause des investissements assurerait la remontée des taux d'autofinancement. La phase d'accumulation d'actifs monétaires et financiers devait en effet précéder celle de la reprise des dépenses. L'amélioration des situations financières s'est révélée plus lente qu'escompté. Elle amène à repousser le redémarrage de l'économie française vers le milieu de 1992, et à réduire ainsi la moyenne annuelle de la croissance du PIB de 3 à 2,4 %.

Au premier semestre 1991, le taux de marge des entreprises est revenu à son niveau moyen de 1987, à cause de la remontée de la part des salaires dans la valeur ajoutée depuis 1990 et surtout de celle des intérêts depuis la fin de 1988. Malgré la baisse de l'investissement, le taux d'autofinancement s'est peu redressé : de l'ordre de 82 %, il rejoint les niveaux de la fin de 1985. Dans l'industrie, la dégradation des résultats d'exploitation est de même ampleur que celle de l'ensemble des entreprises et n'épargne que les secteurs agro-alimentaires.

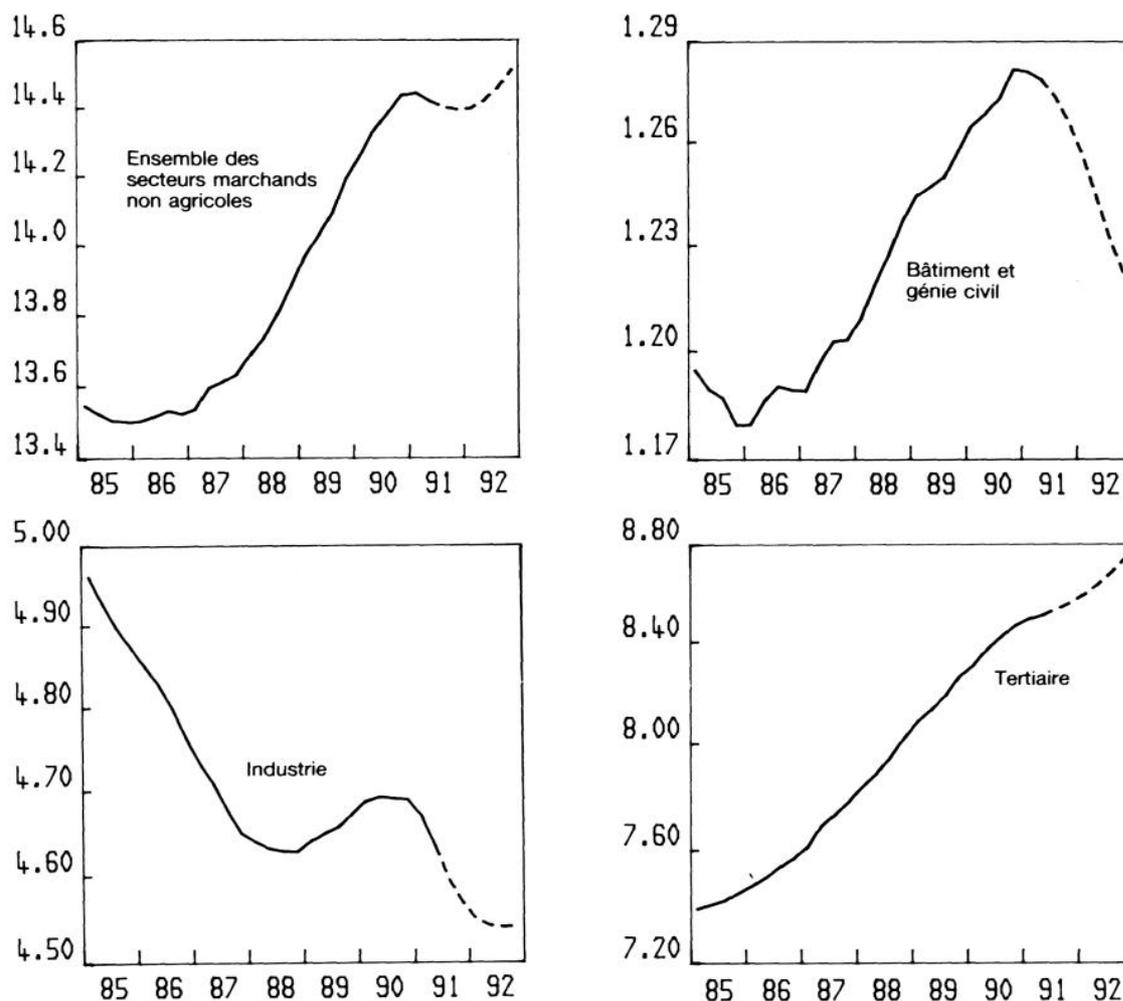
Pour améliorer leur situation financière, les entreprises peuvent difficilement élever leurs prix de vente ; restent la restriction des salaires individuels — mais les marges de manœuvre sont réduites en ce domaine — et le repli des effectifs. Celui que nous avons anticipé joue un rôle-clé dans la présente prévision. Il assure le redressement des comptes des entreprises, préalable à la reprise des dépenses d'équipe-

ment, alors que les taux d'intérêt français restent contraints par une politique monétaire allemande restrictive jusqu'au milieu de 1992. En contrepartie, le repli des effectifs implique la poursuite de la montée du chômage et limite la croissance de la masse salariale, donc celle du revenu disponible des ménages.

Repli des effectifs en 1991 et légère croissance en 1992

Les effectifs salariés ⁽⁸⁾ devraient se réduire de 0,3 % en glissement annuel en 1991, puis croître de 0,8 % l'an prochain (graphique 5). Après une stagnation au premier trimestre, les effectifs ont reculé de 0,2 % au second. C'est la première baisse enregistrée depuis 1986. Elle devrait se poursuivre au moins jusqu'à la fin de l'année.

5. Emploi salarié ⁽¹⁾ (millions, cvs)



Sources : Ministère du travail, prévisions OFCE.

(1) En fin de trimestre

(8) Secteur marchand non agricole.

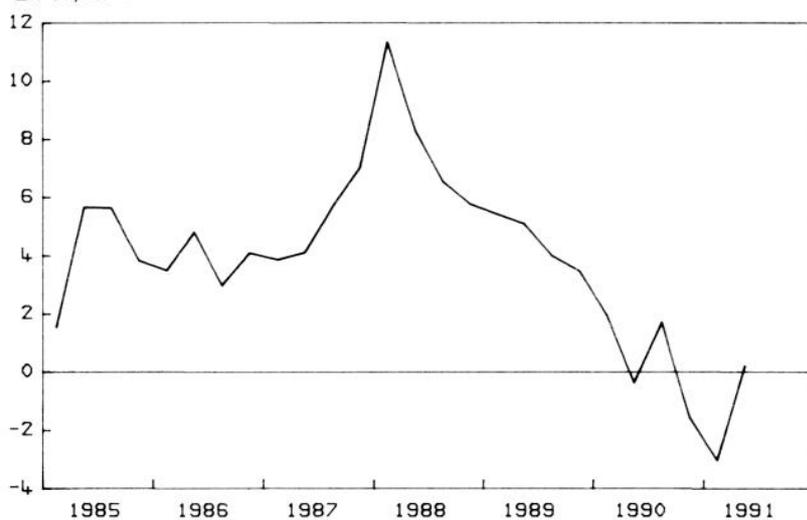
Dans l'industrie, le retournement a été plus précoce et plus ample : après une stabilisation au second semestre 1990, le repli a atteint 1,2 % au premier semestre 1991. Il devrait s'amplifier au second (- 1,4 %), et se poursuivrait encore au premier semestre 1992 (- 0,6 %) ; une stabilisation pourrait intervenir à la fin de l'an prochain, augurant d'une reprise en 1993. A très court terme, toutes les enquêtes concourent à prolonger la baisse récente ; les industriels jugent leurs effectifs trop élevés, d'autant plus que la reprise ne leur semble guère assurée. Une enquête effectuée en juillet dernier par la Banque de France montre que 30 % des entreprises se déclarent en sureffectifs ; la proportion est plus forte dans les grandes entreprises (43 %) que dans les moyennes (27 % pour les industries de 100 à 500 salariés) et les petites (25 % pour les moins de 100 salariés). La branche la plus touchée est l'automobile, mais certains secteurs de biens intermédiaires (sidérurgie, verre), de biens de consommation (textile, cuir, imprimerie) et de biens d'équipement (construction navale et aéronautique) jugent aussi leurs effectifs surabondants. Les industries agro-alimentaires, du papier-carton et de la chimie-pharmacie ont des situations plus favorables. Un cinquième des entreprises envisagent de résorber leurs sureffectifs d'ici la fin de l'année ; la proportion atteint même 30 % pour les grandes.

Ceci confirme les enquêtes de l'INSEE : les goulots de production s'étant résorbés (ils ont désormais retrouvé leur niveau antérieur à la reprise de 1987), la durée du travail et les effectifs seront réduits au même rythme qu'ils l'ont été au début de 1991.

On peut s'interroger sur l'ampleur de ce mouvement : est-il réaliste d'envisager le retour à des rythmes de contractions d'effectifs presque similaires cette année (- 2,5 %) à ceux des années quatre-vingts (- 2,7 % par an entre 1982 et 1985), alors que s'opéraient de profondes restructurations ? Si les mutations sont réalisées pour l'essentiel, un 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 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 dans la période de surchauffe conjoncturelle. La réversibilité de cette tendance conduit à réduire fortement les effectifs dans la phase de creux du cycle.

La productivité s'est fortement dégradée depuis deux ans (graphique 6). Dans l'industrie manufacturière, elle a encore reculé au premier trimestre, malgré la contraction des effectifs. Le redressement du deuxième trimestre (+ 1,8 %) est insuffisant pour permettre qu'en glissement annuel la productivité redevienne nettement positive. Certes, ce cycle est accentué par la non-prise en compte de l'intérim dans les statistiques d'emploi industriel. Y compris les intérimaires employés

En %, t/t-4



6. Productivité horaire dans l'industrie manufacturière

Sources : INSEE, estimation OFCE pour le 2ème trimestre 1991.

dans ce secteur, la productivité serait plus faible d'environ 1 point dans la phase haute du cycle et plus élevée d'environ un demi-point dans le creux du cycle. En effet, dans la phase de reprise de 1987 à 1989, les intérimaires étaient passés de 60 000 à 140 000 et représentaient près de 3 % des effectifs (au lieu de 1 % en 1986). Après une stabilisation en 1990, un recul s'est opéré au début de 1991, mais il reste encore limité. Au cours des trimestres à venir, l'ajustement de l'emploi concernera en premier lieu les intérimaires ; mais il est peu probable d'envisager un retour aux ordres de grandeur du milieu des années quatre-vingts, les entreprises développant durablement le travail précaire (intérim et contrats à durée déterminée) pour rendre plus flexibles leurs effectifs. Le repli de l'intérim ne suffira donc pas. Selon notre prévision, 120 000 emplois industriels seraient détruits en 1991, puis de nouveau 30 000 au premier semestre 1992, même dans l'hypothèse d'une reprise de la production. La remontée de la productivité qui en découle, de l'ordre de 5 % l'an entre la fin 90 et la fin 92, suffit à peine pour qu'à la fin de l'année prochaine la productivité rejoigne à nouveau sa tendance de long terme en niveau.

Les effectifs du bâtiment devraient continuer de décliner, portant le recul à 1,2 % en 1991 et 3,6 % en 1992, en glissement. Les embauches effectuées durant la phase de reprise créent désormais une situation de sureffectifs alors que l'activité sera bridée par les mauvaises perspectives du logement et le repli des investissements publics après la forte croissance des années récentes.

Le secteur tertiaire restera créateur d'emplois, mais les embauches se ralentiraient nettement en 1991 (+ 1,1 %) et devraient à peine retrouver en 1992 (+ 2,2 %) leur rythme de croissance antérieur.

Au total dans le secteur marchand non agricole, un peu plus de 40 000 emplois seraient supprimés en 1991. En 1992, 120 000 emplois seraient créés, pour l'essentiel au second semestre. La remontée des offres d'emplois depuis avril dernier ne témoigne probablement pas

d'une réanimation du marché du travail. De même, le recul du chômage partiel, qui s'était fortement accru de septembre 1990 à mars 1991 pour atténuer le déséquilibre entre le volume d'heures potentiel et celui requis par la production, traduit l'insuffisance de ce mode d'ajustement. Dans le même temps, tous les secteurs continuent de déclarer des difficultés de recrutement de main-d'œuvre qualifiée.

Ralentissement modéré des salaires nominaux dans le secteur privé

Le taux de salaire horaire, qui s'était accru de 5,1 % l'an en 1990 a nettement décéléré au début de l'année 1991 : avec 1 % au premier trimestre, la hausse a été limitée à 4,4 % d'avril 1990 à avril 1991. Les hausses ultérieures ont suscité un débat sur une possible inversion de tendance : le taux horaire ouvrier s'est accru de 1,7 % au deuxième trimestre, portant l'augmentation annuelle à 4,8 %, et le SMIC a été revalorisé de 2,3 % au 1^{er} juillet.

On ne peut en conclure un « dérapage » ; la hausse du taux horaire de 1,7 % est due en partie à la forte progression des salaires dans le bâtiment, où est intervenue en mai 1991 une refonte de la grille. Hors BTP, le taux de salaire horaire aurait augmenté de 1,3 % par rapport à avril 1991 et de 4,4 % en douze mois. Le rythme sous-jacent est donc inchangé.

Les entreprises continuent d'anticiper un ralentissement des hausses nominales accordées ; mais à coup sûr il restera modéré. Il concerne les salaires horaires comme les salaires mensuels. Pèse d'abord sur les salaires mensuels le moindre recours aux heures supplémentaires. En outre, l'avancement automatique à l'ancienneté est de plus en plus mis en cause par les employeurs dans les négociations collectives. Enfin, la tendance récente à réduire le poids des hausses générales au profit des hausses individualisées va ralentir les augmentations totales, puisqu'en phase de ralentissement conjoncturel les revalorisations au mérite et surtout les primes exceptionnelles peuvent être facilement contraintes. Quant à l'intéressement, il ne peut qu'être réduit du fait de la détérioration des profits des entreprises.

En sens inverse, l'élévation de la qualification moyenne des salariés tend à accroître la masse des salaires distribués, à effectifs constants. Une récente étude de l'INSEE ⁽⁹⁾ évalue à 0,4 – 0,5 % par an cet effet de structure, que certains appellent désormais le « GVT privé » en référence à la Fonction Publique...

Nous avons supposé que les salaires horaires progresseraient en moyenne de 4,5 % cette année et 4,2 % en 1992 (après 5 % en 1990). Compte tenu des effets de structure permanents mais d'un moindre poids des hausses individuelles, les salaires par tête s'élèveraient de

(9) L'évolution des salaires dans le secteur privé, INSEE Première, juin 1991.

5,1 et 4,8 % (après 5,8 % en 1990). C'est donc un ralentissement qui contribuera à redresser les comptes des entreprises, mais moins nettement que celui procuré par l'ajustement des effectifs.

Recul de l'investissement des entreprises en 1991 et reprise modérée en 1992

Au premier semestre 1991, tout a concouru à réduire le rythme des dépenses d'équipement : détérioration des ratios d'exploitation, forte détente de l'utilisation des capacités de production, attentisme au premier trimestre consécutif à la guerre du Golfe, puis hésitations au second à dégeler les dépenses contenues tant qu'aucun signe de reprise de la demande finale ne se manifestait.

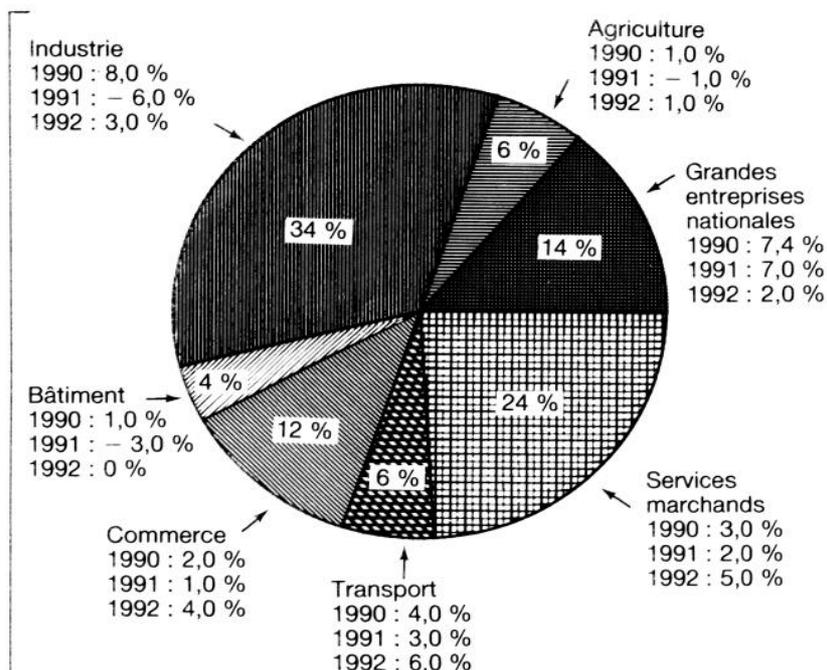
Le recul de l'investissement total des entreprises intervient après un ralentissement de leur croissance en 1990 (5,3 % après 8,6 % en 1989, en volume). Il convient toutefois de noter qu'en 1990 les investissements directs effectués par les entreprises françaises à l'étranger s'étaient accrus de 20 à 25 % en valeur. Ils ont représenté de l'ordre de 15 % de l'investissement en France ; c'est dire à la fois l'importance du redéploiement à l'étranger et l'impact que peuvent avoir ces flux sur la variation des dépenses en métropole, à situation financière donnée. Les choix de localisation dépendent de l'analyse des marchés : ils sont de plus en plus mondiaux pour les grandes entreprises. Il se pourrait ainsi que la volonté de maintenir un flux conséquent d'opérations à l'étranger, malgré la dégradation des résultats financiers, ait au premier semestre amplifié la baisse de l'investissement en France.

Les dépenses reculent cette année tout particulièrement dans l'industrie, après sept années de hausse ininterrompue (graphiques 7 et 8). Au premier semestre, le taux d'utilisation des capacités a fortement baissé. L'anticipation d'un repli de 6 % en volume des dépenses de l'ensemble de l'année est donc compréhensible. Compte tenu des efforts réalisés dans le passé, un flux d'investissements en recul de 6 % cette année accroîtrait les capacités disponibles de l'ordre de 2,5 %, ce qui, du fait de la quasi-stagnation de la production industrielle, ramènerait le taux d'utilisation à 85 % en moyenne annuelle, comme en 1987-1988. C'est un niveau encore élevé. Les entreprises privilégieront-elles l'an prochain l'amélioration du taux d'autofinancement en réduisant à nouveau leurs dépenses et élevant ainsi le taux d'utilisation, ou bien souhaiteront-elles une nouvelle détente des capacités ? Nous avons retenu l'hypothèse moyenne d'une stabilisation de l'utilisation de l'outil de production, ce qui les amène à élever de 3 % en volume leurs dépenses d'équipement ; la croissance de la production serait alors équivalente à celle du stock de capital.

Dans les autres secteurs, l'année 1991 est également une année de pause : recul dans le bâtiment-génie civil et l'agriculture, ralentissement de croissance dans le tertiaire. La réanimation de la demande en 1992, après la reconstitution d'actifs financiers, permettrait alors de dégeler les dépenses (graphique 7).

7. Investissement productif des entreprises en volume

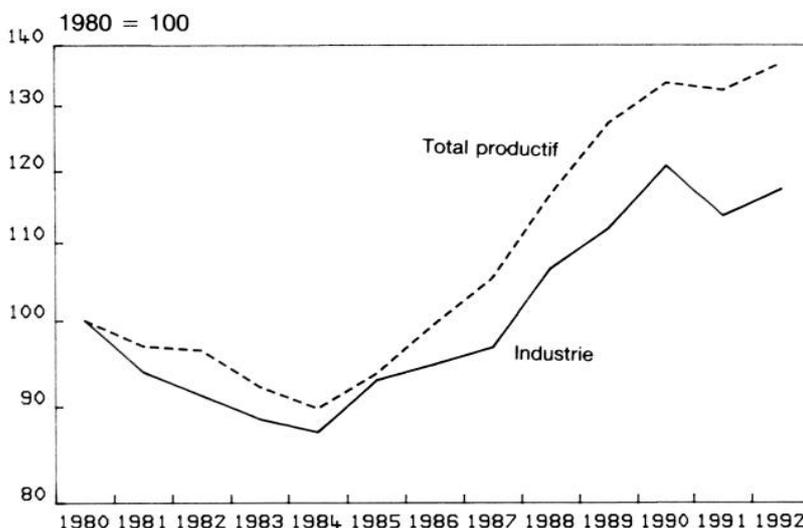
Ensemble des entreprises
1989 : 9,2 %
1990 : 5,0 %
1991 : - 0,9 %
1992 : 3,4 %



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.

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



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

L'investissement productif du secteur concurrentiel progresserait ainsi de 3,7 % en 1992 après un recul de 2,2 % cette année. Les mesures en faveur des PME devraient favoriser leur assainissement financier donc leurs investissements, mais en partie au détriment des grandes entreprises (voir encadré à la fin de la chronique).

Les grandes entreprises nationales ont un cycle de dépenses en opposition avec celui du secteur privé : les dépenses sont importantes en 1990 et 1991. Les réalisations de 1990 ayant cependant été inférieures aux autorisations, la croissance de cette année se trouve amplifiée. Le renouvellement de la flotte d'Air France explique une bonne partie de la croissance globale de ces deux dernières années. La SNCF et France-Télécom contribuent également à la hausse de 1991 ; en 1992 en revanche, la croissance serait plus faible.

La croissance de la consommation sera plus forte que celle du revenu

La hausse des salaires individuels du secteur privé sera, on l'a vu, modérée. La masse des salaires versés dans ce secteur le sera d'autant plus que si les effectifs s'accroissent encore en 1991 en moyenne (+ 0,7 %) ils seraient quasiment stables en 1992 (+ 0,1 %). La décélération des salaires bruts nominaux est donc franche et le ralentissement de l'inflation ne suffira pas à la compenser : en termes réels la progression serait de 2,7 % cette année et 2 % l'an prochain après 4,4 % en 1990. La rigueur budgétaire limitant la hausse des salaires nominaux de la Fonction Publique à 5,1 % cette année et 4 % l'an prochain, la masse salariale totale sera davantage encore contrainte (tableau 2).

2. Croissance du revenu réel des ménages

En %, moyennes annuelles

	1990	1991	1992
Excédent brut d'exploitation	2,1	2,3	3,6
Salaires nets	3,0	2,5	0,4
dont :			
Salaires bruts	3,4	2,0	1,7
Cotisations	5,0	- 1,0	7,9
Prestations sociales	3,3	2,9	3,1
Revenus de la propriété et de l'entreprise (nets)	10,4	8,7	7,0
Impôts sur le revenu et le patrimoine	3,6	15,7	3,0
Ensemble des prélèvements sociaux et fiscaux	4,4	7,1	5,3
Revenu disponible réel	3,3	1,8	2,2
Prix à la consommation (296 postes)	3,4	3,0	2,8

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.

Les autres éléments du revenu ne pourront compenser ce ralentissement. Certes les prestations sociales progressent plus que le ralentissement anticipé dans les comptes publics (davantage de prestations-chômage et de dépenses pour le revenu minimum d'insertion) ; mais la hausse des prélèvements en découle, pour stopper le creusement des déficits sociaux, sinon les éliminer. L'effet global sur le revenu d'une hausse des cotisations (comme celle de 0,9 % pour la maladie intervenue au 1^{er} juillet et celle inévitable pour le chômage) ou de la contribution sociale généralisée est identique. Nous avons supposé dans la présente prévision que la moitié du déficit des régimes sociaux cumulé de 1991-1992 serait financée par des prélèvements supplémentaires en 1992.

En 1991, la faible hausse de l'excédent brut d'exploitation des entrepreneurs individuels et la progression des impôts versés par les ménages sur les revenus de 1990 amplifieront le ralentissement du revenu disponible. On peut en revanche supposer qu'en 1992 cet effet négatif ne pèsera plus grâce à la réanimation des profits des entreprises individuelles des commerces et des services (mais pas des revenus issus de la propriété de logements) et au ralentissement des impôts. Mais la progression du revenu disponible réel devrait à peine atteindre 2 % cette année et les dépasser de peu l'an prochain.

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

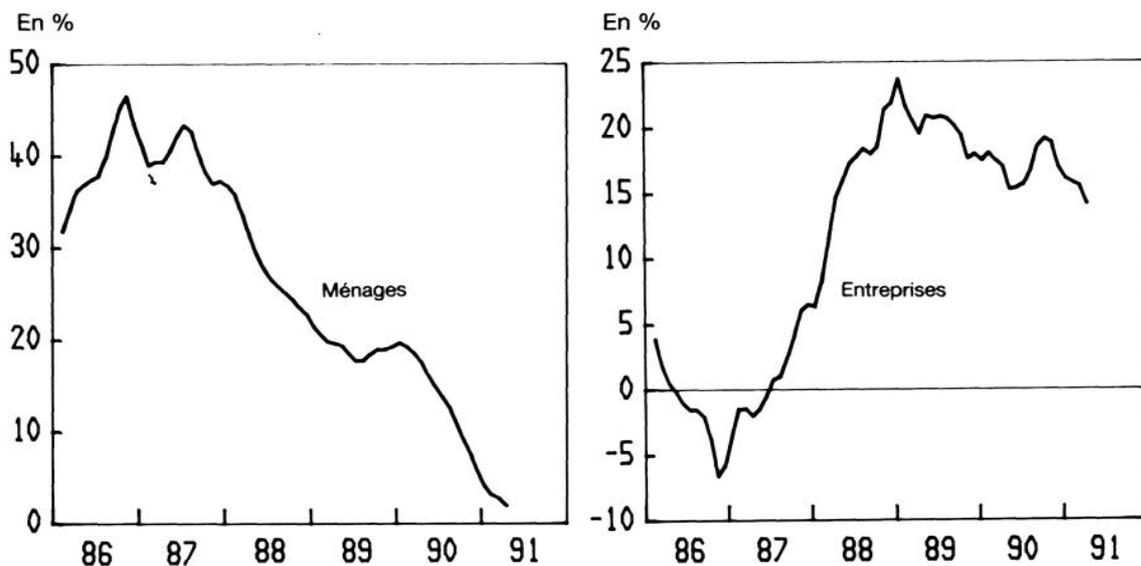
Le taux d'épargne s'est élevé depuis le début de 1988, en lien avec l'accélération des revenus. Plusieurs facteurs incitent à anticiper son repli au cours des prochains dix-huit mois. Le ralentissement des hausses du revenu devrait, comme d'habitude, conduire à comprimer l'épargne pour préserver la consommation à court terme. La baisse des investissements en logement contribuera à réduire le taux d'épargne global, d'autant que si les anticipations d'achats immobiliers sont durablement revues en baisse, la constitution d'une épargne financière préalable à ces dépenses importantes sera elle aussi comprimée. A plus court terme, le ralentissement de la croissance de l'EBE, dont le contenu en épargne est plus élevé que celui du revenu courant des autres ménages, exercera également un effet restrictif. L'attentisme que la guerre du Golfe a provoqué sur la consommation, a cessé dès le deuxième trimestre 1991. Enfin, une progression du revenu global fondée davantage qu'avant sur celle des prestations que sur celle des salaires a mécaniquement pour effet d'abaisser le taux d'épargne puisque les prestations sociales sont en grande partie consommées.

En sens inverse, l'envolée du chômage et la faible crédibilité de son repli poussent plutôt les ménages menacés à une épargne de précaution. Le cycle de biens durables, notamment automobiles, a atteint son point haut au premier trimestre 1990 ; sa remontée est donc peu probable à l'horizon de cette prévision ; les baisses de TVA nécessaires à l'harmonisation européenne n'intervenant qu'au début de 1993 (en

l'absence de mesures dans le projet de budget pour 1992), des reports d'achats sont même probables.

Les comportements d'endettement auprès des banques joueront un rôle important. De 1985 à 1987, l'envolée des crédits de trésorerie aux particuliers (jusqu'à + 40 % l'an) avait soutenu la consommation dans la phase de ralentissement du revenu et accentué la baisse du taux d'épargne. Le surendettement de certaines catégories sociales qui en avait résulté et le retour des entreprises à l'emprunt à partir de 1987 avaient incité les banques à modérer leurs offres auprès des ménages. La progression de l'encours de crédits a rapidement décéléré, au point de devenir presque nulle au début de 1991 (graphique 9). Dès 1988-89 la charge de remboursements a excédé les nouveaux emprunts, d'où une reconstitution de l'épargne et la fin de l'effet expansif du crédit sur la consommation. Le nombre de ménages endettés a même baissé de 2,5 % entre décembre 1989 et décembre 1990 selon l'Observatoire de l'endettement des ménages, ce recul s'expliquant par les seuls crédits de trésorerie. On peut envisager qu'à l'horizon de 1992, les ménages fassent davantage appel à leurs banquiers pour préserver leur consommation ; ceux-ci seront moins sollicités par les entreprises qui déjà hésitent à s'endetter davantage et dont les profits devraient s'accroître. Les banquiers répondront-ils alors aux demandes des particuliers ? Probablement oui, sans toutefois que se reproduise l'envolée de 1985-87 par souci d'éviter les cessations de paiements qui en avaient découlé. Il a donc été supposé que le crédit cesserait d'exercer un effet restrictif sur la consommation, ne contribuant plus à élever le taux d'épargne. Au total, la baisse anticipée du taux d'épargne atteindrait 0,7 point en deux ans.

9. Encours de crédits de trésorerie m/m-12, mm3



Sources : Banque de France, calculs OFCE.

Vers une stabilisation du déficit commercial...

Le déficit commercial devrait se stabiliser. En 1991 le gain réalisé sur la facture énergétique et le moindre déficit industriel seront compensés par un repli de l'excédent agro-alimentaire. En 1992, le nouvel allègement du déficit énergétique et la remontée du surplus agro-alimentaire seront annulés par le creusement du solde industriel (tableau 3 et graphique 10). Mais en termes FAB/FAB, le déficit total s'amoin-dra quelque peu cette année et l'an prochain.

3. Soldes extérieurs

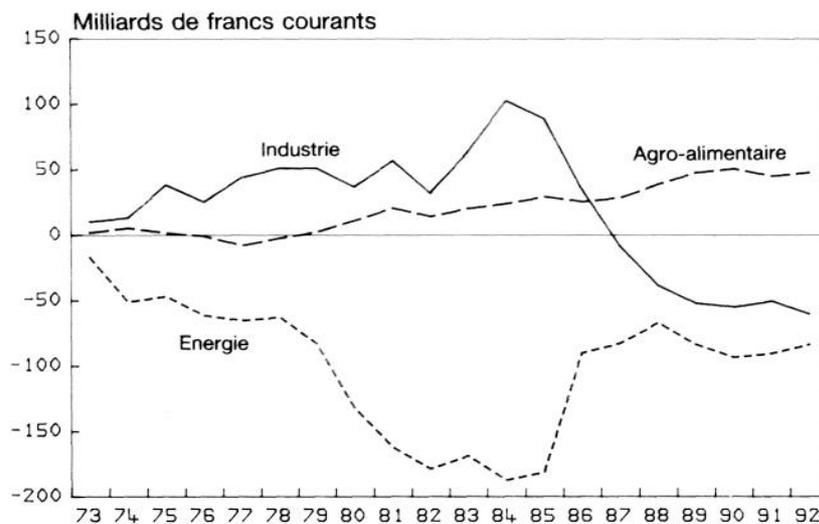
Milliards de francs courants

	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	- 93,0	- 90	- 83
Produits manufacturés :						
- y compris matériel militaire	- 7,4	- 38,2	- 51,9	- 54,5	- 50	- 60
- hors matériel militaire	- 34,3	- 62,8	- 79,2	- 82,8	- 75	- 85
Solde FAB/CAF	- 60,8	- 65,5	- 86,9	- 93,3	- 95	- 95
Solde FAB/FAB (1)	- 31,6	- 32,5	- 44,8	- 49,5	- 43	- 40

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

Sources : Douanes, INSEE, prévisions OFCE.

10. Soldes commerciaux par produits (FAB/CAF)



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

L'excédent agro-alimentaire se comprimerait d'environ 6 milliards de francs cette année. L'essentiel du repli est déjà acquis au cours des sept premiers mois. Moindres exportations de céréales et de sucre et hausse des importations se sont en effet combinées. L'année 1992 devrait être plus favorable : les prévisions faites au 1^{er} août font état d'une récolte de céréales nettement supérieure à celle de l'an passé et voisine du record de 1984. Cette tendance paraît se confirmer au niveau européen. Au niveau mondial, les récoltes s'annoncent par contre en repli et le bilan annuel serait déficitaire ; une reprise des cours mondiaux est ainsi prévisible. Les disponibilités des principaux pays exportateurs restant toutefois importantes, la montée des cours sera modérée. Pour les exportateurs français, hausse des volumes et des prix se combineront. L'incertitude majeure de cette prévision réside dans l'ampleur de la demande des républiques soviétiques et de l'aide alimentaire qui sera accordée. Le bénéfice pour les exportateurs français pourrait porter sur plusieurs milliards de francs.

La facture énergétique diminuerait de 3 milliards cette année, puis de nouveau de 7 milliards l'an prochain. Cela résulte des prévisions du prix du pétrole à 20 dollars en 1991 puis 19 en 1992 et d'une baisse modérée du dollar jusqu'au premier trimestre 1992, portant les moyennes annuelles à 5,66 et 5,75 francs ⁽¹⁰⁾. En revanche, les volumes d'importation s'élèveront nettement : au premier semestre 1991, la consommation globale d'énergie s'est accrue de 6,2 % (par rapport au premier semestre 1990) en raison du climat ; les fortes hausses pour le fuel domestique et le fuel lourd destiné aux centrales ont compensé le recul de la consommation industrielle. Même si l'on ne prolonge pas cette tendance jusqu'à la fin de l'année, d'autant que les stocks, sans être pléthoriques, sont en cet automne plus élevés qu'à l'accoutumée, la hausse du volume des importations sera forte.

Le déficit industriel devrait cesser de se creuser cette année, mais subirait l'an prochain les conséquences de la reprise de la demande intérieure. L'amélioration de 1991 résulte de celle du taux de couverture en volume : les exportations progresseraient de 3,1 %, un demi-point de moins que la demande mondiale adressée à la France. La dégradation de la compétitivité des prix face au dollar, l'intensification de la concurrence sur des marchés qui se sont nettement ralentis et de faibles performances pour les exportations d'armes expliquent cette légère perte de part de marché. Il ne semble pas, en revanche, que la France ait cédé du terrain en Allemagne : de la mi-90 à la mi-91, le volume des importations allemandes et celui des exportations françaises sont allés presque de pair (de l'ordre de + 20 %). Un retard s'est produit dans la première période de l'envolée des commandes allemandes, mais il a été compensé par la suite. L'excédent global de l'automobile s'est ainsi amplifié, après plusieurs années de contraction.

En 1992, les exportations françaises de produits manufacturés devraient progresser au même rythme que les marchés potentiels, soit

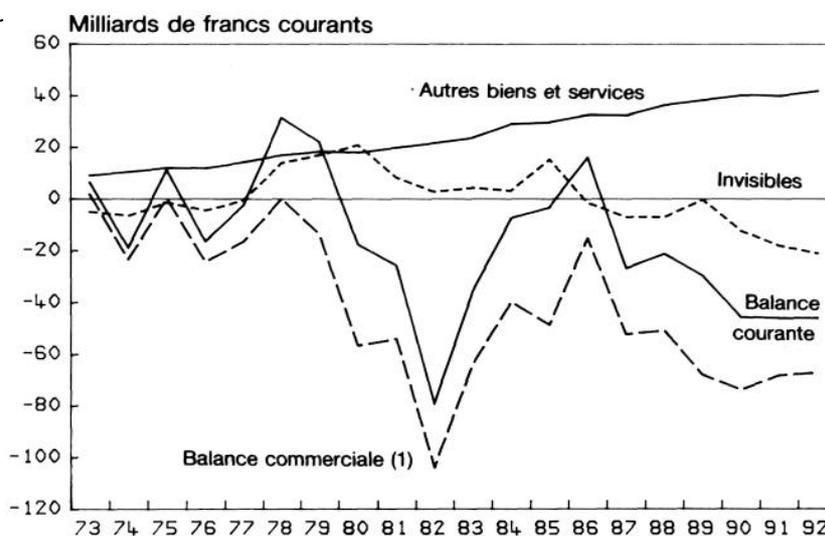
(10) Cela explique la révision de la prévision du solde commercial faite au printemps dernier : la facture énergétique, fondée sur un prix du pétrole et un taux de change plus favorables à la France, s'allégeait beaucoup plus nettement.

4 % en volume. Les pertes de parts de marché sur le commerce courant (que l'on peut estimer à un point) seraient compensées par le fort développement des opérations exceptionnelles, en particulier celles de l'aéronautique ⁽¹¹⁾. Le taux de couverture en volume se dégraderait à nouveau, les importations s'intensifiant avec le redémarrage anticipé de la demande intérieure. Malgré une stabilisation des termes de l'échange, le déficit se creuserait alors d'une dizaine de milliards.

... et du déficit courant

L'excédent des services sera cette année fortement comprimé à cause des intérêts payés sur les capitaux investis en France. En revanche, les recettes touristiques pourraient être presque préservées : l'afflux de touristes européens a compensé le recul des visiteurs américains et japonais, et surtout les dépenses des français à l'étranger ont nettement fléchi. En ce qui concerne les transferts, l'alourdissement de la contribution au budget de la CEE sera plus que compensé par la participation financière de l'étranger à l'engagement français dans la guerre du Golfe. Le moindre déficit commercial FAB/FAB et le creusement du déficit des invisibles se combineront ainsi pour stabiliser le déficit courant ⁽¹²⁾ (graphique 11).

11. Balance courante



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

Sources : Banque de France, prévisions OFCE.

(11) Voir la chronique d'avril 1991 pour les prévisions détaillées en ce domaine (Revue n° 36).

(12) Il faut néanmoins rappeler que l'aide au développement sous forme d'annulations de dettes des PVD est désormais exclue de la balance des transactions courantes et apparaît en transferts en capital. En contrepartie les prêts à long terme inclus dans les mouvements de capitaux sont formellement remboursés.

Encore modéré (de l'ordre de 0,7 % du PIB), ce déficit appelle néanmoins un besoin de financement extérieur, qui sera d'autant plus important si, comme en 1990, le déficit de la balance de base se creuse au delà de la seule dégradation des échanges de biens et services. Les flux d'investissement directs à l'étranger ont en effet dépassé de 100 milliards les investissements étrangers en France au lieu de 60 en 1989 ; le déficit s'est donc amplifié de plus de 40 milliards. L'afflux d'investissements de portefeuille en France (en particulier sur les titres publics) a compensé pour moitié seulement ce creusement. Or les capitaux de court terme sont instables, comme on l'a vu au printemps 1991 lorsque les rendements offerts par les pays de l'Europe du Sud paraissaient meilleurs qu'en France. Le financement des comptes extérieurs pourrait ainsi de nouveau poser problème. A moins que ne soit élucidé le mystère des « erreurs et omissions » dont le gonflement traduit des mouvements de capitaux « mal identifiés » selon les termes de la Banque de France.

L'objectif de réduction du déficit budgétaire en 1992 impose un fort ralentissement des dépenses publiques.

La politique économique conduite fin 1991 et amorcée pour 1992 est marquée par deux événements : le ralentissement de l'activité économique a conduit à un creusement spontané des déficits et le changement de gouvernement s'est traduit par des inflexions de la politique budgétaire même si les grandes lignes sont restées inchangées.

La loi de finances votée à l'automne 1990 prévoyait une croissance du PIB de 2,7 %. La croissance réelle sera moitié moindre.

Dès la fin de 1990, les premières tensions sont apparues. Le déficit budgétaire en exécution a été limité à 97,7 milliards mais en gestion effective il a atteint 111,5 milliards ⁽¹³⁾. Au 31 décembre 1990 la dette de l'Etat s'est établie à 1 788 milliards soit 27,6 % du PIB, en hausse de 10,2 % par rapport celle du 31 décembre 1989. Lors du dernier jour d'examen de la loi de finances pour 1991, le gouvernement a décidé de compenser les dépenses supplémentaires arrêtées à l'automne (notamment en faveur de la justice et de l'éducation) et d'engager dès janvier 1991 un plan d'économie qui a abouti à l'arrêté d'annulation du 9 mars 1991 amputant de 10,2 milliards de francs les crédits. Puis le Parlement a adopté une loi portant diverses dispositions d'ordre économique et financier qui rapportera 15 milliards à l'Etat. Enfin une mesure de régulation qui n'a autorisé les ministères à dépenser que 30 % de leurs crédits avant le 1^{er} septembre devrait rapporter 10 milliards. Au total, c'est 35 milliards que l'Etat récupèrera ainsi en 1991. Cela n'empêchera

(13) Le déficit d'exécution, arrêté par la Cour des comptes, est le fruit d'un travail minutieux d'imputation des dépenses et des recettes entre les différents exercices budgétaires en fonction des dates d'émission des rôles de perception et d'engagement des crédits. Le déficit de gestion effective est la constatation faite par les services de la comptabilité publique de la différence entre ce que l'Etat a perçu et ce que l'Etat a dépensé dans l'année.

pas le déficit de dépasser le montant initialement prévu. En effet, le manque à gagner dans les recettes fiscales s'élèvera probablement à 42 milliards ; par ailleurs, des dépenses supplémentaires à honorer à l'égard de la CEE et pour faire face aux besoins du RMI conduiront à un besoin de crédits de 13 milliards.

Pour maintenir le déficit au niveau initialement prévu, il aurait donc fallu économiser ou accroître les recettes d'un total de 55 milliards. De ce fait le déficit probable de l'Etat sera en 1991 de 100 milliards. On peut donc considérer que le budget de l'Etat, dans la période de ralentissement, aura joué un certain effet contra-cyclique dans la mesure où le déficit s'est accru de 20 milliards par rapport à l'objectif initial. Cet effet serait surtout sensible en fin d'année 1991 puisque la régulation décidée en début d'année conduit les ministères à dépenser 70 % de leurs crédits hors salaires entre le 1er septembre et la mi-décembre. Néanmoins, cette dérive, qui est subie plus qu'elle n'est voulue, est de faible ampleur (0,3 % du PIB) et sans commune mesure avec ce que serait une action délibérée de soutien à la croissance.

Le budget de l'Etat n'est pas le seul à devoir faire face à une dérive de ses comptes. La Sécurité sociale connaît de graves problèmes de financement qui se concrétisent sur son équilibre et sur sa trésorerie. En début d'année, le déficit prévisible était de 16,7 milliards. Fin mai, il s'établissait à 25 milliards. Le gouvernement a décidé d'augmenter de 0,9 % la cotisation maladie. Cette mesure, d'un rendement de 8 milliards en 1991, combinée avec des économies de l'ordre de 2 milliards ne couvrira pas intégralement le déficit, si bien que la Sécurité sociale commencera 1992 avec un découvert important auprès de la Caisse des Dépôts (de l'ordre de 12 milliards). L'UNEDIC voit son déficit s'accroître fortement. Soumis à moins de contraintes juridiques que ceux de la Sécurité sociale, les gestionnaires de l'UNEDIC ont décidé d'engager une réflexion en profondeur pour porter remède au déficit chronique sans se limiter à une simple augmentation des cotisations. L'année 1991 se terminera par un besoin de financement de l'ordre de 7 milliards de francs.

Au total, les finances publiques au sens large auront en 1991 injecté dans l'économie 39 milliards de déficit au-delà de ce qui était prévu en début d'année, soit 0,6 % du PIB. Cet effet stabilisateur, contraire aux vœux des Pouvoirs Publics, risque de disparaître en 1992. Le changement de gouvernement conduit en effet à une politique économique pour 1992 encore plus orientée vers la stabilisation des comptes et une neutralité maximale des finances publiques.

La politique économique affichée reste la même, celle de la « désinflation compétitive » ; cette politique peut se résumer par quatre principes :

— une politique monétaire visant à maintenir la parité du franc par rapport au mark au sein du SME tout en essayant d'amorcer une baisse des taux d'intérêt.

— une politique des finances publiques de réduction des déficits visant à contenir la croissance de la dette.

— une politique salariale restrictive ayant pour but d'éviter toute relance de l'inflation par les coûts.

— une stabilisation des prélèvements obligatoires relativement au PIB.

Cette politique, en réduisant l'inflation, devrait conduire la France à accroître ses parts de marché sur le marché mondial, abaisser ainsi son chômage et s'insérer au mieux dans l'espace économique européen de 1993.

Pourtant, derrière ces objectifs réaffirmés, des inflexions sont apparues. Dès le mois de juin, il fut décidé de recourir à une augmentation des cotisations des salariés pour renflouer la Sécurité sociale au lieu de faire appel à l'ensemble des revenus en augmentant le taux de la CSG. Le projet de budget pour 1992 avec une croissance des dépenses publiques moindre que celle du PIB, a inversé une tendance prise en 1988. La part des dépenses de l'Etat dans la loi de finances initiale qui était de 18,8 % du PIB en 1990 et en 1991 est ramenée à 18,7 % en 1992 avec un montant de 1 330 milliards. L'Etat qui avait créé 3 500 emplois en 1989, 9 800 en 1990 et 12 300 en 1991 en supprimera 2 800 en 1992.

La période de croissance avait permis, tout en réduisant le déficit, une certaine expansion de la dépense. Le budget 1992 confirme le souci, non seulement de lutter contre le déficit mais de réduire le poids de la dépense publique. Dans le projet de loi de finances 1992, la situation conjoncturelle difficile conduit à une augmentation du déficit de 80,2 milliards à 89,5 milliards mais à une baisse du déficit réel si l'on tient compte du déficit d'exécution probable de 1991 (100 milliards).

La charge de la dette mobilisera 164,6 milliards, si bien que, hors dette, le budget dégage un excédent de 75 milliards, ce qui est insuffisant, compte tenu des taux d'intérêt retenus, pour éviter une augmentation de son volume. Désireux d'éviter une explosion de la dette publique, contraint de ne pas augmenter ses ressources pour maintenir le taux de prélèvements obligatoires au niveau de 43,8 % du PIB, l'Etat voit donc se réduire ses marges de manœuvre en 1992.

La masse salariale, qui représente 40 % du budget, augmentera en 1992 de 2,8 %, avant toute mesure générale de revalorisation. Les fonctionnaires qui ne bénéficient pas des mesures catégorielles n'ont pas encore obtenu d'augmentation en 1991, et ont vu leur salaire net diminué du fait de l'augmentation des cotisations de Sécurité sociale ; l'Etat a donc dû provisionner une hausse fin 1991, qui se traduit par une augmentation globale de ses frais de fonctionnement de 3,8 %. De ce fait, pour maintenir ses objectifs, il a dû réduire son investissement (l'investissement civil baisse de 0,7 % en francs courants et l'investissement militaire se maintient).

L'Etat a également renoncé à toute mesure fiscale d'envergure. Le plan PME-PMI qui vise à transférer des ressources des grandes entreprises vers les petites est la seule mesure significative.

Le recul de la dépense et la stabilisation du déficit conduisent en fait à un budget de faible impact sur l'économie. Un budget de transition avant les réaménagements que les engagements européens devront induire notamment en matière de TVA.

Le même esprit de rigueur et de retour aux équilibres comptables a inspiré la politique en matière de Sécurité sociale. Les Pouvoirs Publics tablent sur un léger excédent de la Sécurité sociale en 1992. L'extension en année pleine des mesures prises en 1991 permettraient de combler le déficit de la fin 1991 et de dégager 3 milliards d'excédent à condition que les dépenses augmentent au même rythme que le PIB. Cette hypothèse paraît optimiste quand on sait que les dépenses de santé ont augmenté de 4,5 % par an en volume depuis 1985. Si cette tendance se prolongeait, la Sécurité sociale connaîtrait en 1992 un nouveau déséquilibre de l'ordre de 5 milliards. De même l'UNEDIC aurait à faire face à un déficit accru pouvant dépasser 9 milliards compte tenu de l'évolution de l'emploi.

Les collectivités locales vont entrer dans une phase de moindre dépense ; en effet elles sont confrontées à un triple problème :

— les recettes provenant de l'Etat vont augmenter moins vite que dans le passé : la dotation globale de fonctionnement augmentera de 4,3 % en 1992 en valeur. Les crédits globaux transférés progresseront de 6 % mais ce taux s'explique par l'importance des remboursements de TVA sur leurs travaux ; il est donc plus représentatif de leur dynamisme antérieur que d'un soutien réel de l'Etat.

— le poids de leur dette augmente plus vite que le PIB (alors que le PIB en valeur a augmenté de 28 % entre 1986 et 1990, les intérêts versés ont cru de 34 %).

— les impôts locaux ont fortement augmenté (leur part dans le PIB est passée de 4,7 % à 6,1 % entre 1981 et 1991) et leur hausse devrait désormais se ralentir.

Les budgets locaux de 1992 seront des budgets de rigueur, d'autant plus marquée en matière d'investissement que la préparation des élections locales de mars 1992 a eu un effet expansionniste sur les budgets de 1991. Après une hausse des investissements de 4,3 % en volume en 1990 et 3,2 % en 1991, 1992 sera marqué par un recul assez net, à l'image de ce que fait l'Etat. De même en matière de fonctionnement, les collectivités locales, qui consacrent déjà 43 % de leurs ressources aux dépenses de personnel vont être obligées de ralentir leurs embauches.

La politique globale suivie en matière de finances publiques est donc surtout marquée par le souci de contenir des déficits, que l'évolution spontanée tend à creuser. La seule marge de manœuvre dont dispose le gouvernement dans le cadre des orientations qu'il s'est données provient de la politique de privatisation qu'il suivra. Le budget de 1992 prévoit 2,4 milliards de recettes au titre de la vente d'une partie du capital du Crédit local de France. Toute privatisation additionnelle constituera un apport de ressources à l'Etat non pris en compte pour l'instant. Disposant dans le secteur productif concurrentiel d'un

capital d'environ 200 milliards de francs, l'Etat devrait dans le courant de l'année 1992 en mettre une partie sur le marché.

Sur le plan économique cette opération appelle trois questions :

— quand pourra-t-elle effectivement avoir lieu ? En effet, si le principe en a été arrêté, le souci de réaliser au mieux pour les intérêts de l'Etat et dans des conditions inattaquables politiquement, suppose des délais de mise en œuvre qui pourraient limiter son ampleur d'ici la fin de 1992.

— quelle sera l'affectation des ressources dégagées ? Si l'Etat les consacre à rembourser sa dette, cela reviendra à modifier la structure de l'épargne des particuliers et la structure du patrimoine de l'Etat sans modification du volume d'épargne globale ; s'il finance des actions durables relevant traditionnellement de son fonctionnement, il sera conduit à faire face à des charges nouvelles dans le futur sans avoir les ressources correspondantes ; s'il s'engage dans un programme d'investissements, il devra faire un calcul économique sur le rendement de ceux-ci afin qu'à terme ils compensent les pertes de revenus occasionnées par la vente d'entreprises a priori rentables.

— le marché financier est-il prêt à répondre à de nouvelles privatisations ? Il n'est pas sûr que le marché national fournisse les moyens nécessaires à des privatisations d'ampleur sans effet d'éviction.

La baisse des taux d'intérêt sera limitée par la rigueur monétaire allemande

Relativement contraint sur le plan budgétaire, le gouvernement espère tirer le bénéfice de sa politique sur le plan monétaire.

La politique monétaire reste soumise à un double objectif : le maintien de la parité du franc au sein du SME et la recherche d'une baisse des taux d'intérêt.

La modération de l'inflation en France a conduit à une hausse des prix inférieure à celle de nos principaux partenaires commerciaux. Pour la première fois depuis 1973, l'écart annuel d'inflation avec l'Allemagne a été favorable à la France en juin 1991 de 1,1 %. Alors que les autorités monétaires allemandes ont sensiblement relevé leurs taux d'intérêt au point que leurs taux à court terme sont supérieurs à leur taux à long terme, la France a pu maintenir les siens sans pour autant pouvoir engager la baisse significative souhaitée par le gouvernement (les taux à court terme sont passés de 10,1 % au quatrième trimestre 1990 à 9,8 % au premier trimestre 1991 et 9,4 % aux deuxième et troisième trimestre).

La France peut espérer rester à ce niveau de taux jusqu'à la fin de l'année puis profiter de la baisse anticipée en Allemagne ; cela conduirait à un taux nominal à court terme de 8 % au quatrième trimestre 1992 et à une moyenne annuelle de 8,7 %.

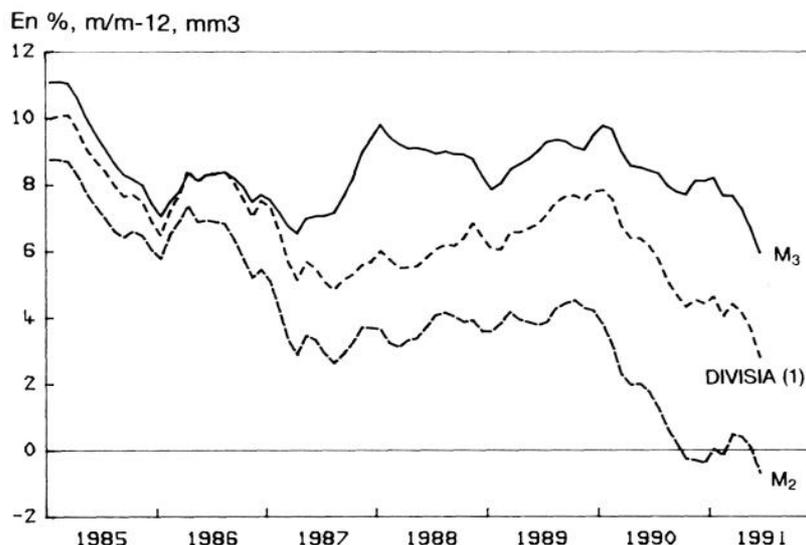
Les taux à long terme suivraient alors la même pente descendante. Les taux des emprunts d'Etat sont passés de 10,2 % au quatrième

trimestre 1990 à 9,3 % au premier trimestre 1991 et 9 % au second. Cette détente pourrait conduire à une moyenne de 8,6 % en 1992 avec des taux de 8,5 % en fin d'année. La Bourse de Paris, après la chute de la fin 1990 liée à la crise du Golfe, a de nouveau progressé depuis le début de 1991 ; au cours des six premiers mois l'indice CAC 40 s'est élevé d'un peu plus de 20 %. Les émissions d'actions 1991 ont repris après une période d'attente au cours de l'hiver mais sur les six premiers mois de 1991 la croissance est restée faible (117 milliards au lieu de 114 pour la période correspondante en 1990). Le marché attend désormais les privatisations, qui pourraient représenter jusqu'à 5 % des émissions avec appel public à l'épargne, si l'Etat réussit à conduire rapidement le programme évoqué par le gouvernement.

Le marché obligataire a stagné au début de 1991, en volume. La baisse des taux d'intérêt à long terme devrait en 1992 conduire les entreprises à se porter davantage vers ce marché tandis que le secteur public, en quête d'équilibre, devrait plutôt réduire ses emprunts.

La baisse des taux d'intérêt et l'amorce de reprise économique devraient accélérer la croissance de la masse monétaire. L'objectif pour 1991 des autorités monétaires est d'obtenir une croissance de M3 comprise entre 5 et 7 %. Entre juillet 1990 et juillet 1991, M3 a progressé de 5,8 % mais M2 a reculé de 1,4 % (graphique 12). On assiste ainsi à une certaine déflation monétaire qui risque de freiner la reprise si elle se poursuivait.

12. Masse monétaire



(1) Divisia = M1 + 0,5 (M2 - M1) + 0,3 (M3 - M2).

Sources : Banque de France, calculs OFCE.

En 1992 la reprise pourra s'appuyer sur une baisse des taux d'intérêt (mais dont l'ampleur restera conditionnée par la politique des autorités allemandes) et sur une augmentation plus soutenue des moyens de paiement. A l'inverse, les finances publiques auront un effet plutôt restrictif sur l'activité.

Malgré la reprise de l'activité, l'emploi total progressera peu...

La reprise de l'activité vers le milieu de 1992 sera fondée à la fois sur celle des exportations grâce au regain de la demande extérieure, de la consommation des ménages grâce à la baisse du taux d'épargne, de l'investissement des entreprises grâce à la phase d'accumulation préalable d'actifs financiers.

Mais la consommation des administrations sera nettement ralentie, l'investissement public et l'investissement en logements des ménages régresseront. Même si la formation de stocks s'intensifie dans la phase de reprise, la progression de la demande intérieure restera modérée. Exportations et importations s'élevant de pair, la croissance du produit intérieur brut serait de 2,4 % seulement, après 1,3 % en 1991. C'est insuffisant pour endiguer la montée du chômage.

L'emploi total s'était accru d'environ 1 % entre la fin de 1989 et la fin de 1990, quand le PIB s'élevait de 2,8 %. La progression de l'emploi salarié du secteur privé et des effectifs de la Fonction Publique avait alors plus que compensé le repli de l'emploi agricole et des non salariés. En 1991, seuls progressent les effectifs de la Fonction Publique ; l'emploi total se contracterait donc d'environ un demi-point. Il se pourrait même que cette prévision se révèle trop optimiste, une fois connue l'évolution de l'emploi des établissements de moins de 10 salariés. Déjà en 1990 le ralentissement économique avait particulièrement pénalisé les très petites entreprises ⁽¹⁴⁾. Il est probable qu'en 1991 la faible activité accentue cette tendance en amplifiant les défaillances d'entreprises et en ralentissant le rythme de leurs créations.

En 1992, la reprise de l'emploi salarié du secteur privé, pour l'essentiel au second semestre, permettra que l'emploi total s'élève à nouveau, mais d'autant plus faiblement que les effectifs de la Fonction Publique seront réduits et qu'on ne peut guère espérer de reprise des emplois agricoles ; dans ce secteur les fluctuations conjoncturelles ne font qu'infléchir la tendance de compression à long terme. Au total, la hausse de l'emploi salarié et non salarié n'atteindrait que 0,4 %. Ainsi, après que 250 000 emplois aient été créés l'an passé, 80 000 seraient détruits cette année et de l'ordre de 80 000 seraient à nouveau créés l'an prochain. C'est dire d'emblée les sombres perspectives du chômage puisqu'en 1990, malgré 250 000 créations d'emplois le chômage s'était accru de 26 500 personnes.

... et la montée du chômage sera difficilement contenue

L'ampleur de la détérioration à venir dépend de l'évolution de la population active et de l'effort public en faveur du traitement social.

(14) Après exploitation du recensement exhaustif cet été, l'UNEDIC vient ainsi de réviser en baisse ses estimations d'effectifs salariés pour 1990, calculées à partir des déclarations trimestrielles des établissements de plus de 10 salariés.

La population active potentielle, issue des projections démographiques, devrait s'élever de 200 000 personnes cette année et 180 000 l'an prochain. Mais ces projections sont anciennes ⁽¹⁵⁾ et surtout la population active effective n'est pas une donnée strictement démographique : les catégories les plus défavorisées ne se présentent sur le marché du travail que si la chance de trouver un emploi est moins faible qu'à l'habitude. En 1989 et 1990, la population active s'est ainsi accrue davantage que ce qui ressortait des projections démographiques ; en 1991 et surtout en 1992 c'est l'inverse qui se produira. Durant les premiers mois de l'année, avant que la remontée du chômage ne soit perçue comme durable, l'afflux de main-d'œuvre a encore dû être important ; puis il semble que les jeunes aient décalé leur recherche d'emploi avant l'été plutôt qu'après, dans la crainte d'une dégradation supplémentaire une fois connus les mauvais résultats du printemps. Au second semestre et l'an prochain, la tendance s'infléchirait. Nous avons supposé que la population active s'accroîtrait de 200 000 cette année et de 160 000 seulement en 1992. Cela conduirait à amplifier le chômage de 280 000 cette année (soit 2,810 millions en fin d'année) puis de 80 000 l'an prochain (soit 2,890 fin 1992), si l'effort public en faveur du traitement social était aussi intense qu'auparavant. Or il semble qu'en 1991 il ait été réduit. Les contrats emploi-solidarité (CES) se sont fortement développés mais ils se substituent aux TUC. Et les entrées en stages de formation (Actions d'insertion et de formation, Crédit-formation-jeunes) devraient être moins nombreuses qu'en 1990 ⁽¹⁶⁾. Le nombre de chômeurs s'élèverait donc à 2,840 en décembre 1991.

Les estimations pour 1992 font apparaître un nouveau recul potentiel du traitement social. Elles sont cependant incertaines ; il faut en effet tenir compte du budget alloué au ministère du Travail d'une part, de la consommation effective des crédits d'autre part. Certains stages sont en effet peu attrayants ou trop complexes pour être étendus autant qu'escompté. Le budget du ministère du Travail est en faible augmentation dans le Projet de loi de finances pour 1992 (+ 2,2 % soit un montant total de 69,1 milliards de francs). Le gouvernement a pris l'habitude de présenter les moyens de ce département ministériel en tenant compte des reports et il chiffre donc ses moyens à 74 milliards de francs en 1992 puisque 5 milliards sont reportés de 1991 à 1992. Ce montant est dès lors inférieur à celui affiché lors de la présentation du budget 1991 qui était de 76,6 milliards dont 9 de report de 1990. En fait la dépense effective en 1991 aura été de 69,1 milliards seulement (76,6 diminués des 5 milliards reportés sur 1992 et des 2,5 milliards annulés en mars). Si tous les crédits de 1992 sont consommés, la progression des dépenses sera de 7,1 %.

L'importance des reports et des amputations montre qu'il est difficile de prévoir ce que sera la dépense effective en 1992 sur les 74 milliards mis à disposition. On voit néanmoins que les 3 milliards prévus

(15) Elles sont encore fondées sur le recensement de 1982.

(16) Il est très difficile d'évaluer précisément l'effort réalisé, en l'absence de données exhaustives ; les statistiques de « flux » d'entrées en stages ne permettent pas d'évaluer le « stock » de personnes concernées à un moment donné.

à l'heure actuelle pour la recapitalisation des entreprises publiques et que certains envisagent d'affecter au ministère du Travail sont inférieurs à la sous-consommation des crédits de ce ministère constatée ces dernières années.

Nous avons supposé que les Pouvoirs Publics seront contraints d'intensifier leur effort pour brider la montée du chômage. Le plan PME-PMI, qui vise à favoriser l'investissement et l'embauche (voir encadré) n'y suffira pas à court terme. Une extension du nombre de stages est donc nécessaire. Il est probable aussi qu'en parallèle au traitement social, un réexamen des fichiers de l'ANPE visant à corriger le chômage

La politique de l'emploi

L'action gouvernementale s'appuie sur l'exploitation du gisement d'emplois que constituent les petites et moyennes entreprises. Le plan PME, rendu public le 16 septembre, comporte des mesures financières, fiscales et administratives destinées à améliorer leur situation financière, mais aucune disposition directe en faveur de l'embauche.

— l'enveloppe des prêts sur ressources CODEVI passera de 16 à 25 milliards avec un taux de 8,75 % pour les PME/PMI ; le Crédit d'équipement des PME recevra une dotation en capital de 1 milliard ; les sociétés de développement régional (SDR) pourront accorder des prêts bonifiés à deux ans et non plus seulement à cinq ans.

— Les trésoreries de toutes les entreprises, quelle que soit leur taille, bénéficieront d'un abaissement du taux des acomptes d'impôts, pour anticiper la baisse de 42 % à 34 % de l'impôt sur les bénéfices distribués annoncée pour 1993. Cette baisse du taux des acomptes versés en 1992 sera plus importante pour les petites que pour les grandes entreprises.

Le coût de ces mesures sera en partie compensé par l'augmentation de 25 à 34 % du taux d'impôt sur les plus values financières, laissant à la charge de l'Etat un coût résiduel de 460 millions de francs. Les dispositions fiscales favorisent donc les petites entreprises au détriment des grandes. Elles ne seront efficaces en terme d'emplois que si les PME/PMI consacrent les moyens ainsi fournis à embaucher plus que ne l'auraient fait les grandes entreprises. Il est probable aussi qu'elles reconstitueront leurs trésoreries avant d'effectuer des embauches, qui dépendront du climat général des affaires.

Les mesures concernant directement l'emploi, et à effet plus rapproché, visent également les PME. N'envisageant pas l'instauration de dispositions d'abaissement généralisé du coût du travail, jugées trop coûteuses et d'un effet incertain, le gouvernement devrait annoncer en octobre une réduction des charges sociales pour les emplois non qualifiés dans les PME. En outre, à l'initiative du ministère du Travail, les agences de l'ANPE seront mobilisées pour lutter contre les difficultés de recrutement des PME, qui pourront à cette occasion révéler leurs besoins et bénéficier de conseils. Sont enfin envisagées des mesures de nature fiscale et administrative facilitant les emplois dit « de proximité » dans le domaine des services aux personnes.

mesuré sera entrepris, comme en d'autres temps ⁽¹⁷⁾. Ceci pourrait ramener le nombre de chômeurs à 2,840 millions à la fin de 1992 (comme à la fin de 1991) au lieu des 2,920 millions auxquels conduit la prévision conjointe de l'emploi et de la population active.

La détente monétaire conditionne la reprise de l'activité

A l'entrée de l'automne 1991 une impression de désenchantement prévaut lorsque l'on dresse le bilan de la situation économique internationale, que l'on se tourne vers l'activité réelle ou son contexte financier. Aux Etats-Unis l'endettement passé, longtemps considéré comme un signe de confiance dans la productivité des nouveaux investissements, fait à présent sentir toute sa pesanteur. La résorption du déficit extérieur n'est que temporaire et le regain de compétitivité américaine, qui tient à un dollar durablement sous-évalué, est plus de nature à freiner la reprise mondiale qu'à l'entraîner vertueusement. Au Japon la phase de prospérité la plus longue de l'après-guerre s'achève sur une note ambiguë, l'économie souffrant d'une insuffisance de main-d'œuvre et d'une capacité d'épargne affaiblie qui ne lui permettent plus de lever les contraintes physiques et financières des pays occidentaux, quelles qu'elles soient. En Allemagne les besoins d'équipement des Länder de l'Est sont tels que les moyens nationaux n'y suffisent plus. Cependant la fixité des changes que s'imposent les membres du SME, en interdisant la réévaluation du Deutschmark, a plafonné le recours aux fournisseurs étrangers. Le durcissement de la politique monétaire Outre-Rhin en est accentué d'autant. Il s'impose à l'ensemble de l'Europe, au delà du strict nécessaire, les capacités de production et la force de travail étant partout surabondantes.

Paradoxalement l'espoir de reprise en Europe, et plus spécialement en France, tient davantage à la détente escomptée au Japon et en Allemagne qu'au maintien d'une forte demande dans ces deux pays. Le ralentissement japonais provenant d'une modération de l'investissement pourra contribuer à consolider la détente des taux d'intérêt à long terme qu'autorise la prudence des comportements de dépense américains. Le retournement conjoncturel allemand permettra aux Banques centrales européennes de réanimer la création monétaire sans laquelle aucun redémarrage significatif de l'activité n'est concevable.

Dans l'attente de ces événements les budgets publics retrouvent un rôle qui leur avait été refusé ces dernières années au nom du renforcement des économies de marché. L'acceptation des déficits importants voire amplifiés, dont une large proportion sinon l'intégralité relève du paiement des intérêts de la dette, a pour contrepartie un renforcement

(17) Voir *Lettre de l'OFCE* n° 90, septembre 1991, « Y a-t-il une bonne statistique du chômage ? », G. Cornilleau.

des actifs nets des agents privés. En phase récessive cette émission de dette a pour principal avantage d'offrir des débouchés aux agents économiques en quête de placements à un moment où les entreprises et les ménages surendettés cherchent à réduire leurs engagements.

Cependant le contexte monétaire très strict fait que la constitution de patrimoine s'exerce au détriment de la liquidité de l'économie, ce qu'exprime la hiérarchie inversée des taux d'intérêt. Une telle situation, tout à fait inhabituelle à la veille d'une reprise, a des implications qu'il faudra garder à l'esprit pour juger du déroulement de l'année 1992. Ainsi dans le cas où les agents privés se sentiraient suffisamment riches pour réamorcer spontanément un cycle d'accumulation de biens durables, l'insuffisance de liquidités provoquerait rapidement de graves tensions sur les marchés financiers ; les moins-values sur titres étoufferaient alors les velléités de dépenses. Le redressement économique que nous envisageons pour l'an prochain s'appuie notamment sur une moindre épargne des ménages, comportement usuel une fois réalisé l'ajustement des effectifs à la production. Ce redressement n'est à l'évidence possible que si le signal de détente monétaire en provenance d'Allemagne ne tarde pas trop et s'il est aussitôt mis à profit par ses partenaires du SME pour réinjecter les liquidités indûment retirées précédemment.

Achévé de rédiger le 27 septembre 1991.

4. 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	20,2	19,1	19,8	21,5	21,5	19,5	17,0	18,0	23,3	20,2	19,0
Taux de change (a)															
1 \$ = x. DM	1,69	1,68	1,60	1,50	1,53	1,74	1,75	1,65	1,65	1,67	1,70	1,75	1,62	1,67	1,69
1 \$ = x. Yen	148	155	145	131	133	139	137	133	133	137	140	145	145	135	139
1 £ = x. DM	2,80	2,81	2,97	2,92	2,92	2,96	2,95	2,90	2,90	2,85	2,85	2,90	2,88	2,93	2,87
Taux d'intérêt à court terme, nominaux, % (a)															
Etats-Unis	7,8	7,7	7,5	7,0	6,0	5,6	5,5	5,5	5,5	5,5	5,7	6,0	7,5	5,7	5,7
Japon	6,2	6,8	7,2	7,6	7,6	7,5	7,0	6,8	6,5	6,0	5,5	5,5	7,0	7,2	5,9
RFA	8,4	8,3	8,4	8,9	9,2	9,1	9,2	9,5	9,5	9,0	8,5	8,0	8,5	9,3	8,8
Taux d'intérêt à long terme, nominaux, % (a)															
Etats-Unis	8,4	8,7	8,8	8,5	8,2	8,3	8,2	7,8	7,5	7,5	7,7	8,0	8,6	8,1	7,7
Japon	7,0	7,0	8,1	7,4	6,8	7,0	7,0	7,0	6,7	6,5	6,2	6,0	7,4	7,0	6,4
RFA	8,5	8,9	8,9	9,0	8,7	8,5	8,7	8,9	8,9	8,7	8,5	8,5	8,8	8,7	8,7
Prix à la consommation (b)															
Etats-Unis (cvs)	8,2	3,4	6,1	7,1	3,6	2,0	3,0	3,0	3,5	3,5	4,0	4,0	5,3	4,1	3,4
Japon (cvs)	3,1	2,7	3,0	6,5	4,1	0,7	1,3	2,5	3,2	2,7	2,7	2,7	3,1	3,3	2,5
Alle. de l'Ouest (cvs)	2,7	1,9	3,4	4,2	1,1	3,7	7,1	3,8	3,8	3,4	3,0	3,0	2,7	3,4	4,0

	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	16,8	24,6	-10,4	-17,0	-29,0	-15,5	0	8,0	8,0	8,0	8,0	4,0	-11,0	0,5
Importations de produits manufacturés en volume cvs (b)															
Europe de l'Est	- 7,4		-15,0		5,4			5,9		6,3				- 6,1	6,7
Pays industriels	6,2		3,4		- 0,2			2,5		3,9				5,2	2,0
PVD	9,3		- 0,3		10,3			2,9		7,3				6,1	5,7
Total monde	6,3		2,1		1,5			4,8		4,5				5,0	2,5
Total monde dans l'optique France	10,3		0,4		5,4			3,9		3,3				6,7	3,7
Solde des balances courantes, cvs, en milliards de \$, en rythme annuel															
Etats-Unis	- 90		- 95		25			- 35		- 50				- 93	- 10
Japon	40		31		58			62		65				35	60
RFA*	54		37		- 25			- 35		- 5				48	- 30

(a) Moyenne sur la période.

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

* A partir du 2^{ème} semestre 1991, RFA et non plus, Allemagne de l'Ouest.

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

5. Etats-Unis

Equilibre des biens et services en volume (aux 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	S1	S2				
Consommation des ménages	0,5	1,2	0,2	0,3	- 0,4	1,0	1,7	1,9	0,9	0,3	2,3	2,8	1,7	1,4
Consommation publique	1,5	0,3	1,9	1,7	0,5	0,7	0,7	2,3	2,8	1,7	1,4	2,3	2,8	1,7
FBCF totale	0,9	0,2	0,4	- 1,4	- 5,8	0,6	3,3	1,6	- 0,1	1,6	- 6,1	4,3	- 6,1	4,3
dont : Logement	- 2,4	- 4,1	1,3	- 9,4	- 9,3	2,6	5,9	- 4,0	- 5,4	- 4,0	- 12,7	9,5	- 12,7	9,5
Productive	2,2	1,9	0,1	1,5	- 4,6	0	2,5	3,9	1,8	3,9	- 3,9	2,7	1,8	2,7
Exportations de biens et services	7,3	3,0	3,7	2,4	1,9	1,5	2,0	11,0	6,4	11,0	6,4	3,9	3,9	3,7
Importations de biens et services	2,4	3,3	0,9	0,4	- 1,5	2,9	3,3	6,0	2,8	6,0	2,8	0,2	0,2	5,7
Variations des stocks en milliards de dollars de 1982	25,8	21,8	3,7	- 10,9	- 25,6	7,5	13,5	23,8	- 3,6	23,8	- 3,6	- 9,0	- 9,0	16,0
PNB	1,4	0,7	0,5	0,2	- 0,9	1,5	1,2	2,5	1,0	2,5	1,0	- 0,1	- 0,1	2,7
Prix à la consommation	2,6	1,9	2,8	3,0	2,0	1,3	1,7	4,7	5,3	4,7	5,3	4,1	4,1	3,4
Solde courant en % du PNB	- 2,2	- 2,0	- 1,7	- 1,7	0,4	- 0,6	- 0,8	- 2,1	- 1,7	- 2,1	- 1,7	- 0,1	- 0,1	- 0,9

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

Sources : Département du commerce américain et prévisions OFCE.

6. Japon

Equilibre des biens et services en volume (aux prix de 1985)	Niveau en 1990		Variations par rapport à la période précédente en pour-cent (*)											
	Unité : milliards de yens de 1985		1989		1990		1991		1992		1989	1990	1991	1992
	S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	1,6	3,1	2,1	0,8	1,6	2,6	1,4	1,4	1,4	1,4	4,3	4,1	3,3	3,4
Consommation publique	1,2	0,2	1,0	0,4	1,6	0,6	0,9	1,0	1,0	1,0	2,0	1,4	2,1	1,6
FBCF totale	4,2	4,7	5,8	5,0	2,5	-1,1	2,0	4,2	8,8	10,9	8,8	4,4	4,4	3,6
dont : Logement	-0,6	0,2	4,5	7,8	-6,9	-4,2	1,5	4,0	0,0	8,6	0,0	-5,4	-5,4	1,3
Privée	7,4	7,3	7,1	5,6	5,5	-1,4	2,4	5,2	15,5	14,0	15,5	7,6	7,6	4,3
Publique	-0,2	0,7	2,8	0,8	1,0	2,4	1,4	1,0	-1,2	3,5	-1,2	2,7	2,7	3,1
Exportations de biens et services	6,9	6,6	8,7	-2,4	6,0	2,2	2,9	3,4	15,0	10,8	15,0	5,8	5,8	5,7
Importations de biens et services	12,5	7,7	9,2	-2,2	-2,3	6,6	2,4	2,1	22,2	12,0	22,2	-0,2	-0,2	6,7
Variation des stocks en milliards de yens de 1985	1 836	1 755	1 541	1 526	1 425	1 000	750	750	3 591	3 067	3 591	2 425	2 425	1 500
PNB	1,6	3,1	3,0	2,1	3,3	0,2	1,5	2,6	4,7	5,6	4,7	4,5	4,5	2,9
Prix à la consommation	1,1	1,5	1,4	1,9	1,9	0,7	1,5	1,4	2,3	3,1	2,3	3,3	3,3	2,5
Solde courant en % du PNB	2,4	1,8	1,7	0,9	1,9	2,2	1,9	2,8	2,1	1,3	2,1	2,0	2,0	2,4

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

Sources : OCDE, prévisions OFCE.

7. Allemagne de l'Ouest

Equilibre des biens et services en volume (aux prix de 1985)	Niveau en 1989		Variations par rapport à la période précédente en pour-cent (*)											
	Unité : milliards de DM 1985		1989		1990		1991		1992		1989	1990	1991	1992
	S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	0,7	1,0	3,1	1,0	2,7	0,3	0,9	2,0	1,8	4,1	3,4	2,0		
Consommation publique	-2,0	-0,5	2,8	0,8	-1,7	1,8	0,2	-0,2	-1,6	2,9	-0,4	1,0		
FBCF totale	6,1	0,1	10,0	-1,3	9,8	-4,8	-0,3	4,8	7,1	8,3	6,5	-0,4		
dont : Equipement	4,1	6,4	7,3	5,0	8,1	-2,0	-2,8	3,5	9,9	13,4	9,6	-2,0		
Bâtiment	7,9	-5,1	12,4	-6,7	11,5	-7,5	2,2	6,1	4,7	5,8	3,6	1,3		
Exportations de biens et services	8,0	2,2	4,1	9,7	7,0	-0,9	1,8	4,1	11,4	10,3	11,5	3,5		
Importations de biens et services	4,2	5,1	4,5	9,9	6,9	-0,9	1,0	3,8	8,7	12,4	11,5	2,5		
Variations des stocks et erreurs en milliards de DM 1985	4,7	18,3	5,4	23,4	14,0	15,5	7,0	13,0	23,0	28,8	29,5	20,0		
PNB	2,4	0,9	3,0	2,3	2,6	-0,5	0,1	2,9	3,8	4,7	3,5	1,3		
Prix à la consommation	1,6	1,3	1,2	1,6	1,3	2,6	1,7	1,4	2,8	2,7	3,4	3,7		
Solde courant en % du PNB (1)	4,4	5,3	4,1	2,1	-1,5	-0,5	0,3	0,5	4,8	2,9	-1,0	0,4		

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

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

Sources : Bundesbank, DIW, prévisions OFCE.

8. Royaume-Uni

Equilibre des biens et services en volume (aux 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	S1	S2				
Consommation des ménages	270 470		2,1	0,5	1,2	-1,2	-0,3	0	1,0	1,8	3,8	0,9	-0,9	1,9
Consommation publique	77 194		-0,2	2,4	1,0	0,2	-0,7	0,3	0,4	0,4	0,7	2,3	-0,4	0,8
FBCF totale	80 485		3,6	-2,4	2,0	-6,0	-4,3	-1,4	1,1	2,5	4,1	-2,3	-7,9	1,7
dont : Logement	14 420		1,0	-0,8	-6,5	-5,7	-9,4	1,0	3,9	5,2	-3,0	-13,0	-11,7	7,2
Productive	66 065		4,2	-1,2	3,8	-6,1	-3,3	-1,8	0,6	2,0	5,8	0,1	-7,2	0,7
Exportations de biens et services	118 743		2,3	4,4	3,5	-1,5	-0,2	2,1	2,1	2,7	4,3	4,9	0,1	4,6
Importations de biens et services	138 225		3,7	-0,6	3,4	-3,2	-1,0	1,8	2,4	3,1	7,3	1,4	-1,8	4,9
Variations des stocks en millions de livres de 1985	2 623		2 292	331	-224	-475	-2 100	-900	200	1 600	2 623	-699	-3 000	1 800
PIB optique dépenses	411 290		0,8	0,8	1,0	-1,4	-1,6	0,5	1,3	2,2	2,0	0,7	-2,1	2,7
Prix à la consommation			4,2	3,3	5,2	4,8	2,5	2,4	2,2	2,4	7,8	9,5	6,1	4,7
Solde courant en % du PIB			-3,8	-4,0	-3,8	-1,3	-1,2	-1,7	-1,9	-2,1	-3,9	-2,5	-1,5	-2,0

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

Sources : CSO, prévisions OFCE.

9. Principales prévisions de l'économie française

	1990	1991	1992
<i>En % de variation aux prix de 1980 :</i>			
PIB marchand	2,8	1,3	2,4
Importations	6,4	2,9	4,4
Consommation des ménages	3,2	1,9	2,8
Investissement total	3,8	- 0,5	0,9
dont :			
— entreprises	5,3	- 1,0	3,1
— ménages	1,3	- 0,8	- 1,0
Exportations	5,2	3,4	4,4
Contribution des stocks à la croissance en %	- 0,1	- 0,1	0,2
Demande intérieure totale	3,2	1,1	2,5
Prix à la consommation en glissement (%)	3,4	3,2	2,7
en moyenne (%)	3,4	3,0	2,8
Salaires nets réels (%)	3,0	2,5	0,4
Revenu disponible réel des ménages (%)	3,3	1,8	2,2
Taux d'épargne (%)	12,0	11,8	11,3
<i>En milliards de francs :</i>			
Solde commercial (FAB/FAB)	- 49,5	- 43	- 40
dont :			
— industrie (FAB/CAF)	- 54,5	- 50	- 60
Balance des paiements courants	- 45,6	- 46	- 46
Emploi salarié, en glissement annuel (%)	1,7	- 0,3	0,8
Chômage en fin d'année (en millions)	2,532	2,840	2,840
Taux de change \$/F	5,45	5,66	5,70
Taux d'intérêt à court terme (%)	10,3	9,4	8,7
Taux d'intérêt à long terme (%)	9,9	9,0	8,6

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

10. France. 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				
		1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4							
Produit intérieur brut	2 991,7	1,1	0	0,9	-0,2	0	0,8	0,4	0,6	0,4	0,8	0,7	1,0	2,8	1,3	2,4				
Importations	967,3	1,1	-0,9	2,6	0,8	1,4	-2,2	2,2	1,5	0,8	1,2	1,2	1,5	6,4	2,9	4,4				
Consommation des ménages	2 083,6	1,5	0,6	0,1	0,6	0,3	0,2	1,3	0,6	0,4	0,8	0,9	0,9	3,2	1,9	2,8				
Consommation des administrations	157	1,3	0,9	1,4	1,1	1,4	1,1	-7,0	5,3	0	1,3	0,5	0,7	3,1	1,5	1,8				
FBCF totale	804,7	1,8	-0,9	1,5	-1,4	-0,2	0,3	0	0	0,1	0,5	0,4	0,5	3,8	-0,5	0,9				
dont : sociétés	446	4,4	-2,3	2,8	-2,4	-0,3	-0,5	1,0	1,0	0,5	1,0	1,0	1,0	5,3	-1,0	3,1				
ménages	208,3	-3,3	1,7	-1,4	-0,5	-0,6	0,8	0	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	1,3	-0,8	-1,0				
autres (1)	150,5	1,2	-0,3	1,6	0,5	0,5	1,8	-2,3	-2,4	-0,3	0	0	0	3,1	1,1	-2,8				
Exportations	886,9	3,0	-4,1	1,7	3,1	-1,4	1,6	2,0	2,0	0,3	0,7	1,0	1,0	5,2	3,4	4,4				
Variation des stocks en milliards de francs	26,8	1,7	7,2	12,4	5,5	10,3	5,3	5,0	3,0	5,0	7,0	7,0	10,0	26,8	23,6	29,0				
Demande intérieure totale (y compris stocks)	3 072,1	0,6	0,9	1,2	-0,8	0,9	-0,4	0,5	0,4	0,6	1,0	0,7	1,2	3,2	1,1	2,5				

prévision

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

Cette prévision est calée sur les comptes trimestriels de l'INSEE (première estimation des comptes du deuxième trimestre 1991).

11. 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	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,5	0,8	3,4	3,1	2,7
Moyenne des prix	0,6	0,9	1,1	1,0	0,4	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	3,4	3,0	2,8
Glissement du taux de salaire horaire	1,6	1,3	0,9	1,2	1,0	1,7	1,0	1,0	1,3	1,1	0,8	0,8	5,1	4,8	4,0	

prevision >

12. 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	-0,2	-0,6	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,1	0	0,8	-1,2	-1,8	
Production industrielle	0,9	-0,7	1,8	-2,0	0,3	1,0	0,4	0,5	0,7	0,7	1,0	1,0	2,0	0,3	2,7	
Productivité industrielle	0,6	-0,9	1,8	-2,0	0,5	1,6	1,2	1,2	1,2	1,0	1,1	1,0	1,2	1,5	4,5	

prevision >

13. 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	1,2	0,2	0,4	0,7	0,5	0,2	0,2	0,5	0,4	0,5	0,5	3,4	2,0	1,7
Salaires nets (1)	-0,5	1,4	0,2	0,4	1,7	0,2	-0,3	0,2	-0,2	0,4	0,5	0,5	3,0	2,5	0,4
Prestations sociales (1)	0,7	0,7	1,0	0,4	1,0	0,6	0,5	0,5	1,0	0,7	0,8	0,6	3,3	2,9	3,1
Revenu disponible brut (1)	0,4	0,3	1,0	-0,5	0,8	0,5	0,3	0,3	0,2	0,7	0,9	0,9	3,3	1,8	2,2
Taux d'épargne	11,8	11,8	12,6	11,8	12,0	12,2	11,7	11,5	11,4	11,3	11,3	11,3	12,0	11,8	11,3

< 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.

14. Taux de change

	1990				1991				1992				Moyennes annuelles						
	1		2		3		4		1		2		3		4		1990	1991	1992
	1	2	3	4	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	5,21	5,88	5,95	5,60	5,45	5,68	5,74	5,91	5,45	5,68	5,74	5,91	5,45	5,66	5,69
DM-franc	3,39	3,36	3,35	3,37	3,40	3,39	3,40	3,40	3,40	3,40	3,38	3,38	3,40	3,40	3,38	3,38	3,37	3,40	3,39

< prévision >

15. Taux d'intérêt

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

< prévision >

(1) Marché monétaire à 3 mois.
 (2) Taux de rendement des emprunts d'Etat (7-10 ans).