

Fiches thématiques

L'environnement international

Le ralentissement cyclique s'est poursuivi en 1991

La croissance des pays de l'OCDE a fortement diminué en 1991, passant de 2,6 % en 1990 à 1 % en 1991 : alors que le Japon et l'Allemagne, moteurs de la croissance en début d'année, ont connu un ralentissement assez marqué au second semestre, la reprise attendue dans les pays anglo-saxons après la guerre du Golfe n'a pas eu lieu. Seule, une reprise "technique" de la demande intérieure a pu être observée, au cours de laquelle les agents, en particulier les ménages, ont effectué les achats qu'ils avaient différés lors des événements du Golfe. Fin 1991, la croissance a retrouvé sa trajectoire antérieure au choc exogène créé de façon transitoire par la guerre du Golfe.

En 1991, la croissance des pays de l'OCDE a été tirée par la consommation privée, bien qu'en ralentissement, ce qui est usuel pour une fin de cycle, et par les échanges extérieurs. Les faibles gains de pouvoir d'achat ont pesé sur la consommation des ménages notamment dans les pays en récession où le ralentissement marqué des revenus a alourdi la charge de la dette. En revanche, la contribution globale de l'investissement a été négative en dépit de l'essor enregistré en Allemagne occidentale où les tensions sur les capacités de production et le besoin de logements des nouveaux arrivants sont restés forts : les pays en récession ont connu une baisse des dépenses d'équipement.

Face à une croissance d'un demi point de la demande intérieure, les importations ont, selon les estimations de l'OCDE, augmenté de 3 % : l'élasticité des importations par rapport à la demande intérieure a été nettement supérieure à son niveau moyen sur le passé. Dans un contexte de demande anémique, les exportateurs ont privilégié les volumes aux dépens des prix pratiqués en réduisant leurs marges. De plus, les pays de l'OCDE ont bénéficié d'une demande toujours forte en provenance des pays non-OCDE, grâce aux NEI et aux pays de l'OPEP. Toutefois la croissance globale du commerce mondial s'est réduite en 1991 (3,3 % après 5,2 % en 1990).

Les déficits budgétaires se sont aggravés dans des pays de l'OCDE et représentent en 1991 2,3 % du PIB (ou PNB) de la zone OCDE, après 1,1 % en 1990. La plupart des pays en ralentissement ou en récession ont en effet laissé jouer les stabilisateurs automatiques. En revanche, le déficit structurel, corrigé donc des fluctuations conjoncturelles, s'est aggravé en Allemagne en raison de la réunification.

La baisse des taux de long terme constitue un facteur de reprise important pour 1992

L'atonie de la demande a permis de diminuer l'inflation dans la plupart des pays de l'OCDE, excepté en Allemagne. Mais les gains enregistrés sur la désinflation sous-jacente, c'est-à-dire hors alimentation et énergie, ne sont pas si sensibles et restent tout à fait comparables aux périodes de ralentissement précédentes malgré les réformes structurelles entreprises ces dernières années destinées à améliorer la flexibilité des marchés du travail et des produits. Certes, la baisse conjuguée des prix des matières premières et la modération des augmentations salariales, suite à la montée du chômage, ont ralenti la progression des coûts des entreprises. Cependant certains pays ont procédé à une hausse de la fiscalité indirecte (Royaume-Uni, Allemagne, Pays-Bas). Et en raison du cycle de productivité, l'accélération sensible en début d'année des prix de production des biens manufacturés de nombreux pays a reflété des pertes de productivité qui ont pesé sur le coût salarial unitaire et qui ont limité la baisse de l'inflation en 1991. En revanche, les progrès en matière d'inflation et de coût sont nettement plus marqués depuis la mi-1991.

L'environnement international

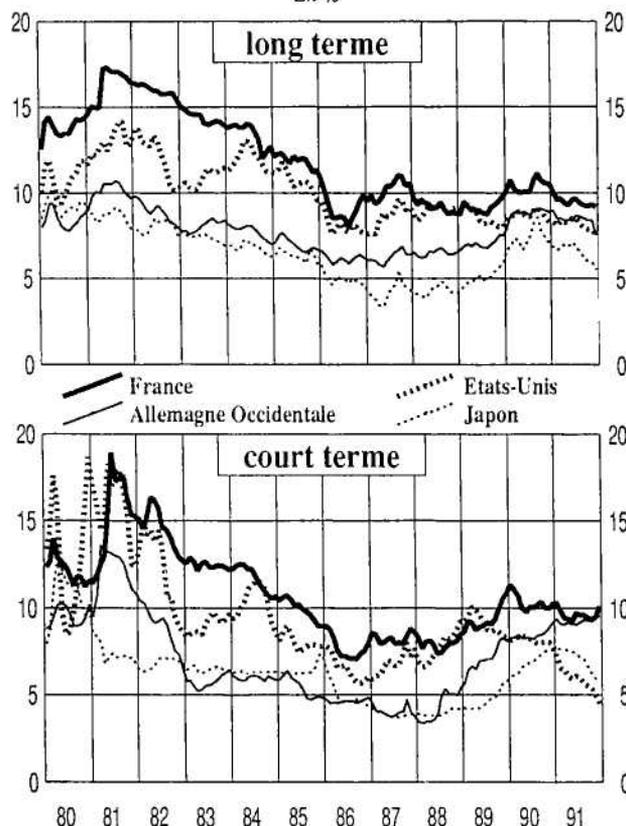
Dans les pays en récession, les résultats en matière d'inflation ont permis un assouplissement de la politique monétaire. Les pays en surchauffe ont au contraire connu une hausse des prix. Cependant, les pays de la Communauté Européenne (CE) ont été tributaires de la hausse des taux allemands qui les a contraints à maintenir des taux d'intérêt réels élevés afin de défendre la parité de leur monnaie avec le mark. Le facteur le plus solide de reprise prochaine reste la baisse des taux de long terme observée depuis le milieu d'année dans les pays de l'OCDE. Justifiée par la baisse de l'inflation, notamment sous-jacente, et par une confiance en fin d'année des marchés financiers en une reprise modérée non inflationniste, elle est de nature à relancer les crédits destinés à l'investissement et à alléger la dette, en particulier hypothécaire, des agents et à restaurer ainsi la confiance nécessaire à toute reprise.

Une reprise durable n'est pas encore engagée aux Etats-Unis et au Royaume-Uni

En 1991, la production a baissé de 0,7 % aux Etats-Unis et de 2,5 % au Royaume-Uni. La faible croissance du crédit intérieur et des agrégats monétaires a témoigné de la faiblesse de l'activité. Les ménages, handicapés par un pouvoir d'achat qui stagne aux Etats-Unis et qui diminue au Royaume-Uni, ont peu augmenté le volume de leur consommation aux Etats-Unis et l'ont même diminué au Royaume-Uni. Par ailleurs, affecté par le marasme du marché immobilier non-résidentiel, par des anticipations de demande défavorables de la part des entreprises et par la baisse des profits, l'investissement en construction et en biens d'équipement a baissé. 1991 a été la plus mauvaise des années d'après-guerre pour la construction américaine avec une baisse de 9,3 % par rapport à 1990, malgré le redressement de la construction résidentielle. De plus, les agents ont, en règle générale, choisi d'assainir leur situation financière dans ce contexte récessionniste.

Taux d'intérêt

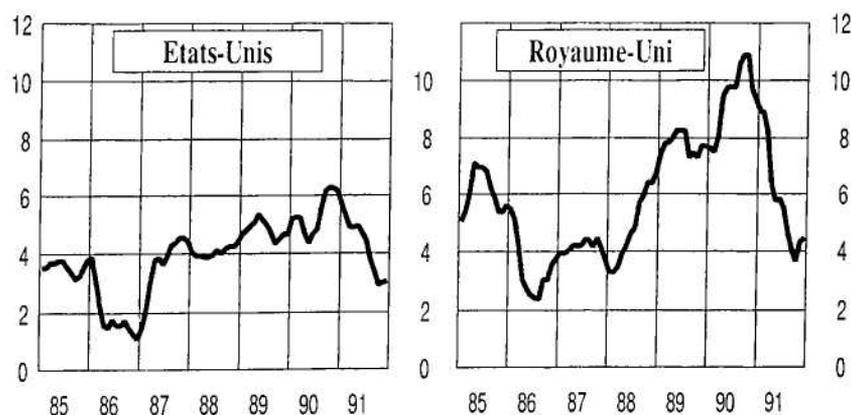
En %



La désinflation aux Etats-Unis et au Japon a autorisé les baisses successives des taux d'escompte américain (de 6 à 3,5) et japonais (6 à 4,5). En revanche, les menaces inflationnistes en Allemagne occidentale ont durci la politique monétaire allemande : en juillet la Bundesbank a revu à la baisse l'objectif monétaire (la croissance de M3 devait désormais s'inscrire dans une fourchette de 3 à 5 % au lieu de 3,5 à 5,5 %). Le taux d'escompte est passé en cours d'année de 6 % à 8 % alors que le taux Lombard est passé de 8,5 % à 9,75 %. Sur le marché des capitaux de long terme, l'évolution des taux aux Etats-Unis a cependant été dominante. Sur l'année, la baisse des taux de long terme dans l'ensemble des pays de l'OCDE a reflété des anticipations de prix favorables liées aux récessions en cours dans les pays anglo-saxons.

L'environnement international

Glissements annuels des prix de détail



Le repli de l'inflation a permis la baisse des taux de court terme, partiellement répercutée sur les taux appliqués aux crédits aux particuliers, les banques préférant améliorer leur rentabilité. De plus, en raison de l'augmentation des prêts à risque liés à la mauvaise orientation de l'immobilier, les banques ont amplifié le ralentissement conjoncturel des crédits, en pratiquant une politique d'offre restrictive qui a aussi affecté les emprunteurs "sains" ("crédit crunch"). La baisse des taux de long terme a entraîné celle des taux hypothécaires qui est à l'origine de la reprise de la construction résidentielle aux Etats-Unis et a favorisé un allègement de la charge de la dette hypothécaire sur le revenu des ménages.

Aux **Etats-Unis**, après une reprise technique aux deuxième et troisième trimestres induite par la demande des ménages, l'activité économique a stagné ; la bonne tenue des exportations, qui ont augmenté de 8,4 % sur l'année, a permis d'éviter une baisse de la production en fin d'année. Le manque de confiance des consommateurs, dû à leur endettement excessif, a étouffé la reprise de la consommation privée. Par ailleurs, le gouvernement n'a pas effectué de relance budgétaire en 1991, même si le déficit s'est accru de 50 Mds \$ pour atteindre 270 Mds \$. Au total 800 000 emplois ont été perdus : le taux de chômage de 7,1 % peut apparaître peu élevé pour une période de récession mais 6,5 millions d'américains travaillent à temps partiel, soit 5 % de la population. Le ralentissement des prix des services, lié à une évolution plus favorable du coût salarial dans ce secteur, a fait passer l'inflation sous-jacente de 5,2 % à 4,5 %. Dans l'industrie manufacturière, en revanche, les prix de production des produits finis ont peu ralenti malgré l'atonie de la demande et la baisse des prix des matières premières : ils ont crû de 3,4 % en 1991, après 3,5 % en 1990 en raison du cycle de productivité qui a accéléré en 1991 les coûts salariaux unitaires (ils sont passés de 0,9 % en glissement annuel au quatrième trimestre de 1990 à 2,6 % au troisième trimestre de 1991). Toutefois, certains éléments sont favorables à une reprise. Depuis le deuxième trimestre, l'investissement en logement résidentiel reste bien orienté. Par ailleurs, l'industrie semble prête à un redémarrage de l'activité : les entreprises ont ajusté leur emploi -les gains de productivité de l'ordre de 3 % en rythme annualisé ayant retrouvé leur tendance de long terme- et les stocks de produits finis restent peu élevés. Enfin, la baisse du taux d'escompte à 3,5 % en décembre a diminué les taux d'intérêt réels de court terme qui sont devenus proches de zéro, niveau usuel pour une sortie de récession.

L'environnement international

Au **Royaume-Uni**, alors que la reprise paraissait acquise au troisième trimestre où la progression du PIB de 0,3 % était toutefois due à l'énergie, les derniers indicateurs nous montrent une baisse de l'activité en fin d'année : le Royaume-Uni connaît la récession la plus violente de son histoire d'après-guerre. Les ménages doivent faire face à des remboursements de leurs prêts hypothécaires qui représentaient plus du quart de leurs revenus en début d'année : malgré une baisse de trois points des taux hypothécaires, ils en représentaient encore 22 % en fin d'année. Affectés par une baisse de la valeur de leur patrimoine, les ménages ont maintenu leur taux d'épargne à un haut niveau (10,3 % en moyenne pendant les trois premiers trimestres), en dépit de la désinflation et du ralentissement notable des revenus. Confrontées aux contraintes d'intégration au SME, les entreprises, en particulier celles du secteur concurrentiel, se devaient de limiter la progression de leurs coûts salariaux unitaires pour conserver leur compétitivité. Malgré des gains de productivité importants en cours d'année obtenus essentiellement par la suppression de plus de 300 000 emplois depuis début 1991, les coûts salariaux unitaires de l'industrie manufacturière ont augmenté de près de 7 % en un an au troisième trimestre : les industriels ont alors dû comprimer leurs marges notamment à l'exportation pour limiter les pertes de parts de marché. La baisse de profits qui en a résulté a freiné l'assainissement de leur situation financière. Cependant, depuis la mi-1991, la progression des coûts salariaux, de l'ordre de 2 à 3 % en rythme annuel dans l'industrie manufacturière, est un gage de diminution de l'inflation sous-jacente qui sera de nature à accroître les gains de pouvoir d'achat des ménages. Enfin, le déficit budgétaire s'est accentué en 1991 en atteignant 11,3 Mds de livres soit 1,9 % du PIB, le gouvernement britannique laissant jouer les stabilisateurs automatiques.

Un découplage conjoncturel de l'Allemagne en 1991

La réunification allemande et une politique budgétaire expansionniste ont entraîné depuis début 1990 une forte poussée de la demande, notamment de la part des nouveaux Länder, alimentée par les transferts publics, ce qui a provoqué un déficit de la balance courante pour la première fois depuis 10 ans. A la mi-1991, le découplage conjoncturel de l'Allemagne occidentale avec les principaux pays de l'OCDE est arrivé à son terme, suite au resserrement de la politique budgétaire dans les anciens Länder, alors que le recul de l'activité dans les nouveaux Länder a été stoppé.

Les économies des deux Allemagnes ont connu des évolutions divergentes en 1991. Le PNB de l'**Allemagne Occidentale** a augmenté de 3,2 % après 4,7 % en 1990, tiré par l'investissement. Comme en 1990, les besoins de logements des nouveaux arrivants ont alimenté les dépenses en construction tandis que les tensions encore fortes pesant sur l'appareil productif et les profits bien orientés ont entraîné la forte progression des dépenses d'équipement. Au total, l'investissement a crû de 7,5 % en 1991 après 8,8 % en 1990. En revanche, malgré la forte progression du nombre d'emplois, de l'ordre de 800 000 en 1991 dont 350 000 ont bénéficié aux "Pendler" ^{1/}, et les augmentations salariales (7 % environ en un an) au troisième trimestre, les gains de pouvoir d'achat ont nettement diminué en cours d'année du fait de la hausse de la fiscalité, directe et indirecte, si bien que la consommation privée a fortement ralenti. En raison d'une forte demande de produits étrangers, les échanges extérieurs ont encore constitué un facteur négatif de croissance cette année, malgré une contribution à la croissance des exportations en direction de l'Allemagne Orientale de 4 points.

1/Habitants de la partie Est de l'Allemagne ayant trouvé un travail à l'Ouest.

L'environnement international

Mais, depuis le milieu d'année, la croissance de l'activité s'est interrompue dans les anciens Länder. L'Allemagne doit faire face au financement de l'unification. En 1991, les transferts en direction de l'Allemagne orientale ont atteint 135 Mds DM ; ils s'étaient élevés à 60 Mds DM l'année précédente. A partir de la mi-1991, ces transferts ont été partiellement financés par le biais de la fiscalité. Le déficit budgétaire de l'Allemagne s'est élevé à 90 Mds DM soit 3 % du PNB de l'Allemagne totale (4,3 % du PNB de l'Allemagne occidentale, après 1,9 % en 1990). La politique budgétaire dans les anciens Länder a ainsi pris une tournure nettement restrictive : prélèvement exceptionnel durant un an de 7 % sur les revenus, relèvement de cotisations sociales et de droits d'accise. Mais le consensus sur la répartition du financement entre les agents est loin d'avoir lieu. Les salariés ne veulent pas supporter à eux seuls l'unification et revendiquent des augmentations salariales entre 6 et 10 %, insupportables pour les entreprises car nettement supérieures aux gains de productivité. L'inflation par la demande, née de la forte demande des nouveaux Allemands, se transforme en inflation par les coûts, résultant du conflit entre salariés et patronat. La politique monétaire davantage restrictive est ainsi destinée à contenir l'inflation, en faisant peser une contrainte sur les coûts par l'intermédiaire de l'appréciation du mark. Politique budgétaire restrictive et profits mal orientés ont ainsi mis fin à la période de forte croissance dans les anciens Länder.

En Allemagne orientale, la phase de transition avance lentement

Le recul de l'économie en Allemagne orientale semble être stoppé depuis le milieu de l'année. La production industrielle progresse lentement au mois le mois, mais est toujours en recul par rapport à l'année précédente : elle a augmenté de 3,5 % au troisième trimestre, mais, en octobre, son niveau reste inférieur de 26 % à celui d'octobre 1990. La dégradation du marché du travail s'est poursuivie quoique dans une moindre mesure durant ces derniers mois. Le taux de chômage a progressé toute l'année : il est passé de 7,3 % en décembre 1990 à 11,8 % en décembre 1991. Des mesures pour l'emploi concernent maintenant 700 000 personnes, alors que l'on compte un million de chômeurs et un million de travailleurs à temps partiel en octobre, pour une population active d'environ 6,4 millions de personnes.

La transition ne s'effectue pas au même rythme dans les différents secteurs. Dans le secteur agricole, la production et l'emploi sont en forte baisse et le processus de restructuration est loin d'être terminé. Dans l'industrie, la production s'est stabilisée à un bas niveau. Les privatisations avancent à un rythme lent et ne concernent pour l'instant que 20 % des entreprises environ. Les suppressions d'emplois se poursuivront. On constate cependant une amélioration dans les domaines liés à la construction. Le bâtiment a connu une forte expansion au cours de l'année grâce à des commandes importantes du secteur public destinées à améliorer les infrastructures (télécommunications, transports). La demande ne conduit pas encore à des créations d'emplois, mais le travail à temps partiel a presque disparu. Dans les services, la production et l'emploi sont toujours en léger recul, mais beaucoup d'entreprises se sont créées (300 000 entreprises constituent ce secteur, contre 100 000 avant la réunification). Les banques, professions libérales, assurances se développent rapidement, alors que le commerce de détail et les transports se restructurent lentement et ont du mal à suivre le développement de la demande.

L'environnement international

La création d'un tissu d'entreprises privées est financée par des investissements occidentaux, principalement ouest-allemands. La Treuhandanstalt a vendu en 1991 environ 5 200 entreprises, sur un peu plus de 10 000 qui lui ont été confiées, pour un montant de 19,5 Mds DM. Seulement 5 % des ventes ont été réalisées avec des investisseurs étrangers. L'Allemagne orientale a aussi bénéficié des transferts publics qui ont été employés à l'amélioration du niveau de vie est-allemand et au réaménagement des infrastructures.

Alors que les prix à la production des produits manufacturés restent stables, les prix à la consommation ont progressivement augmenté en 1991, du fait de la libéralisation des prix subventionnés de l'énergie et des loyers : leur glissement annuel est de 26,7 % en octobre. Le revenu disponible réel des ménages a augmenté de 12 % en moyenne par rapport à son niveau de 1989, mais est resté inchangé par rapport à 1990 compte tenu des fortes augmentations de prix. La croissance de la consommation privée encore forte au premier semestre (4,4 %) a ralenti au second (2 %), alors que l'investissement, notamment en biens d'équipement, connaît l'évolution inverse.

Même si la progression des capitaux étrangers et des créations et privatisations d'entreprises reste encourageante, des facteurs négatifs gênent la restructuration et le développement de l'économie tels les obstacles à la privatisation, les problèmes de droit de la propriété et les fortes hausses de salaires, que ne justifie pas le niveau de la productivité.

Au Japon, la crise financière se répercute sur l'économie réelle

La croissance a ralenti passant de 5,3 % en 1990 à 4,5 % en 1991, conséquence de la politique monétaire restrictive du gouvernement. La hausse du taux d'escompte de 2,5 % en 1988 à 6 % mi-91 a contrarié les anticipations spéculatives sur le marché immobilier et le marché des actions. A partir de juillet, le taux d'escompte a été abaissé trois fois et est revenu à 4,5 %, pour ne pas accentuer le ralentissement de l'économie.

La contribution de l'investissement à la croissance a, de ce fait, fortement ralenti et la FBCF n'a pratiquement pas augmenté durant les deuxième et troisième trimestres 1991. La consommation privée est restée vigoureuse grâce au maintien de la croissance du revenu disponible réel permise par la baisse de l'inflation, dont le glissement annuel s'établit à 3,1 % en novembre, soit un gain de 0,7 point sur l'année. La contribution des échanges extérieurs à la croissance est devenue positive : selon l'OCDE, elle serait en 1991 supérieure à 1 %. Les exportations ont augmenté, notamment en direction de la CE, du fait de la demande allemande et de la sous-évaluation du yen par rapport aux monnaies européennes. Elles ont aussi progressé en direction de l'Asie du Sud-Est par le biais du processus de délocalisation de l'industrie japonaise. Par ailleurs, les importations en valeur ont diminué grâce à la baisse conjuguée du prix du pétrole et de la demande intérieure en produits de luxe. Le Japon a ainsi amélioré son excédent commercial qui est passé de 52,1 Mds \$ en 1990 à 78,2 Mds \$ en 1991.

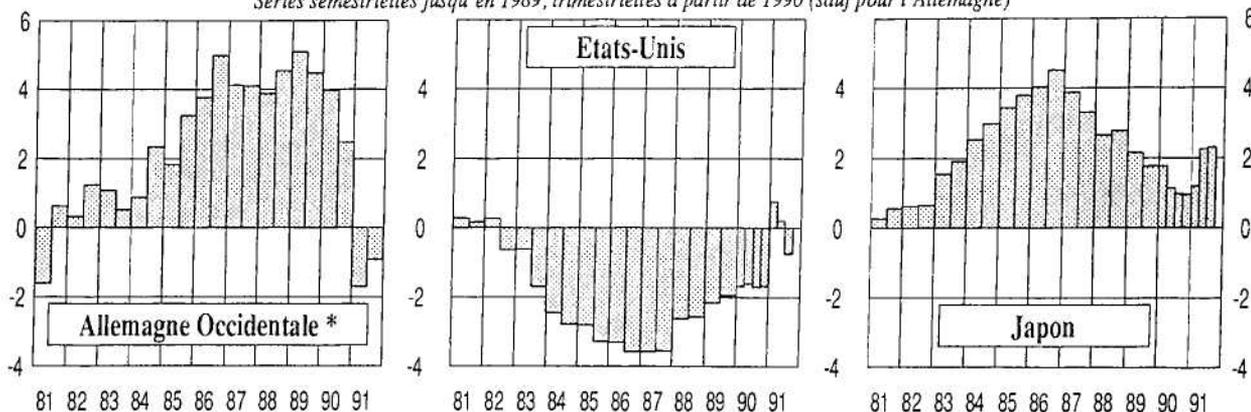
En 1991, la balance des capitaux à long terme a été excédentaire, du fait d'achats d'actions et d'obligations par les non-résidents et du ralentissement des investissements directs à l'étranger. Par ailleurs, contraintes par le respect du ratio de capital, les banques ont réduit leurs engagements à court terme à l'étranger et ont augmenté leurs emprunts.

L'environnement international

La baisse du cours des actifs immobiliers et mobiliers se répercute sur l'économie réelle et en particulier sur l'investissement. La réduction des capacités d'autofinancement des entreprises intervient au moment où il devient très difficile de procéder à des augmentations de capital en actions en raison du bas niveau de la bourse : le nikkei a perdu 18 % en moyenne entre 1990 et 1991. Les résultats des entreprises se dégradent. Leurs frais financiers sont importants et les profits réalisés sur les marchés spéculatifs ont ainsi disparu. Les banques limitent l'octroi de crédits, ce dont pâtissent essentiellement les petites et moyennes entreprises : très investi en bourse, dans l'industrie et dans l'immobilier, le secteur bancaire reste très dépendant des fluctuations du nikkei pour le ratio de fonds propres. Le ralentissement de l'économie pourrait s'accroître avec la pénurie de crédit.

Balances courantes en pourcentage des PIB/PNB

Séries semestrielles jusqu'en 1989, trimestrielles à partir de 1990 (sauf pour l'Allemagne)



* Les données sont relatives à l'Allemagne unifiée à compter du second semestre 1990.

Source : O.C.D.E.

La balance courante allemande est devenue négative pour la première fois depuis 10 ans, tandis que le déficit courant des Etats-Unis s'est sensiblement rétabli, et que l'excédent courant nippon s'est accru. Tous les pays ont par ailleurs profité d'une amélioration des termes de l'échange, liée à la baisse des prix du pétrole. L'effondrement des exportations de produits allemands vers les pays de l'Est ainsi que les fortes tensions sur l'appareil productif allemand liées à l'unification ont pesé sur le déficit de la balance courante allemande. Les indemnités de la guerre du Golfe, versées par l'Allemagne et le Japon et la faible demande intérieure ont apporté une contribution temporaire au redressement de la balance courante des Etats-Unis. Ce pays continue toutefois de bénéficier de la sous-évaluation du dollar et de gagner des parts de marché. Dans le cas du Japon, d'autres éléments ont joué : les recettes au titre des revenus d'investissement rapatriés par les banques japonaises ont crû sensiblement, l'appréciation du yen vis-à-vis du dollar et des monnaies de SME a accru l'amélioration des termes de l'échange, et les entreprises japonaises implantées dans les pays du Sud-Est asiatique ont bénéficié d'une demande intérieure dynamique.

Les autres pays européens de l'OCDE

Affectée par des politiques monétaire ou budgétaire prudentes qui ont permis de contenir voire diminuer l'inflation, la croissance des autres pays européens est passée de 3,1 % en 1990 à 1,2 % en 1991. Les évolutions ont été plus ou moins marquées selon les pays, bien que toutes orientées dans le sens d'un ralentissement. Les pays qui conservent une croissance significative en 1991 sont ceux dont l'activité a été soutenue par la consommation privée (Espagne, Portugal) ou ceux qui sont fortement liés à l'économie allemande (Autriche, Pays-Bas, Danemark). Pour d'autres, le ralentissement a été plus net (Finlande, Suède, Suisse). Les déséquilibres importants du secteur public en Belgique et en Italie qui se sont accentués en 1991 n'ont pas permis de mettre en oeuvre des politiques budgétaires destinées à relancer l'activité. Par ailleurs, les politiques monétaires des pays de la Communauté Européenne (CE), sensibles à la hausse des taux d'intérêt allemands sont restées restrictives.

L'environnement international

La consommation privée est demeurée vigoureuse. C'est la composante qui a le plus contribué à la croissance en Italie et en Espagne où l'augmentation du revenu disponible réel a été entraînée par des hausses importantes des salaires nominaux : la rémunération par salarié a augmenté de 8 % environ contre 7,1 %, en moyenne dans la CE. La consommation privée est restée dynamique aux Pays-Bas en début d'année en raison de la baisse des impôts sur le revenu, alors qu'en Belgique, les dépenses de consommation ont stagné du fait de la progression du chômage (9,4 % de la population active) et d'un ralentissement des revenus disponibles.

Face au ralentissement de l'économie mondiale et de celui des exportations, les dépenses d'investissement ont peu progressé. La contribution de l'investissement à la croissance en 1991 est devenue nulle dans les pays européens. La FBCF n'a poursuivi sa croissance que dans les pays qui ont connu une forte augmentation de leur consommation privée (Portugal, Espagne).

La demande extérieure a moins contribué à la croissance qu'en 1990. Dans certains pays (Italie, Espagne, Pays-Bas, Belgique), l'appréciation des monnaies nationales et une forte progression des coûts salariaux ont aggravé les pertes de compétitivité dues à l'affaiblissement du dollar à partir du deuxième trimestre 1991.

La demande mondiale en produits manufacturés adressée à la France n'a que peu ralenti

La France a profité de sa spécialisation géographique et de la position dominante dans ses échanges des pays de la Communauté Européenne, notamment de l'Allemagne : la croissance de la demande mondiale en produits manufacturés adressée à la France a été supérieure de plus d'un point à celle adressée à l'OCDE ^{1/}. La demande globale, toutes zones confondues, a ainsi ralenti de moins d'un point : le dynamisme allemand du début d'année, la forte demande des pays de l'OPEP entraînée par les revenus pétroliers engrangés en 1990 et de forts besoins de produits occidentaux dans les pays de l'Est ont presque compensé le fort ralentissement de la demande intérieure des pays anglo-saxons. Sur l'année, le profil a été peu accentué, la reprise technique en Amérique du Nord et ses effets induits ayant pris le relais d'une demande allemande affectée par la hausse des impôts. Toutefois, l'économie atone des pays en récession et la baisse des revenus de l'OPEP laissent envisager une évolution peu favorable de la demande mondiale pour les prochains mois.

Demande mondiale adressée à la France					(produits manufacturés en volume, évolution en %)						
1985	1986	1987	1988	1989		Glissements semestriels				1990	1991
						90.I	90.II	91.I	91.II		
-											
6,6	7,0	9,8	10,5	9,8	CE à 5	4,6	5,1	3,1	2,1	8,7	7,4
5,4	8,1	8,4	9,6	11,5	Allemagne	5,2	16,4	13,5	2,6	16,3	18,6
5,0	6,8	10,4	17,7	8,9	Royaume-Uni	3,0	-3,7	-2,7	3,2	0,6	-3,9
7,6	7,5	4,3	3,7	4,0	USA	-1,0	1,9	-2,9	6,8	1,9	1
7,8	10,0	11,2	10,6	10,0	OCDE hors CE	2,2	-0,3	1,7	4,0	5,3	3,4
-11,7	-20,0	-14,2	3,0	3,7	OPEP (demande totale)	3,6	-5,5	10,4	4,6	7,5	9,1
-0,7	-5,3	0,0	7,1	8,0	PVD	3,1	0,6	3,4	2,1	5,6	4,2
3,7	3,3	6,9	9,6	9,4	TOTAL	3,3	2,3	3,3	2,8	6,8	6,0

Source : Direction de la Prévision

1/ Moyenne des demandes étrangères des différents pays de l'OCDE pondérées par leur PIB/PNB.

L'environnement international

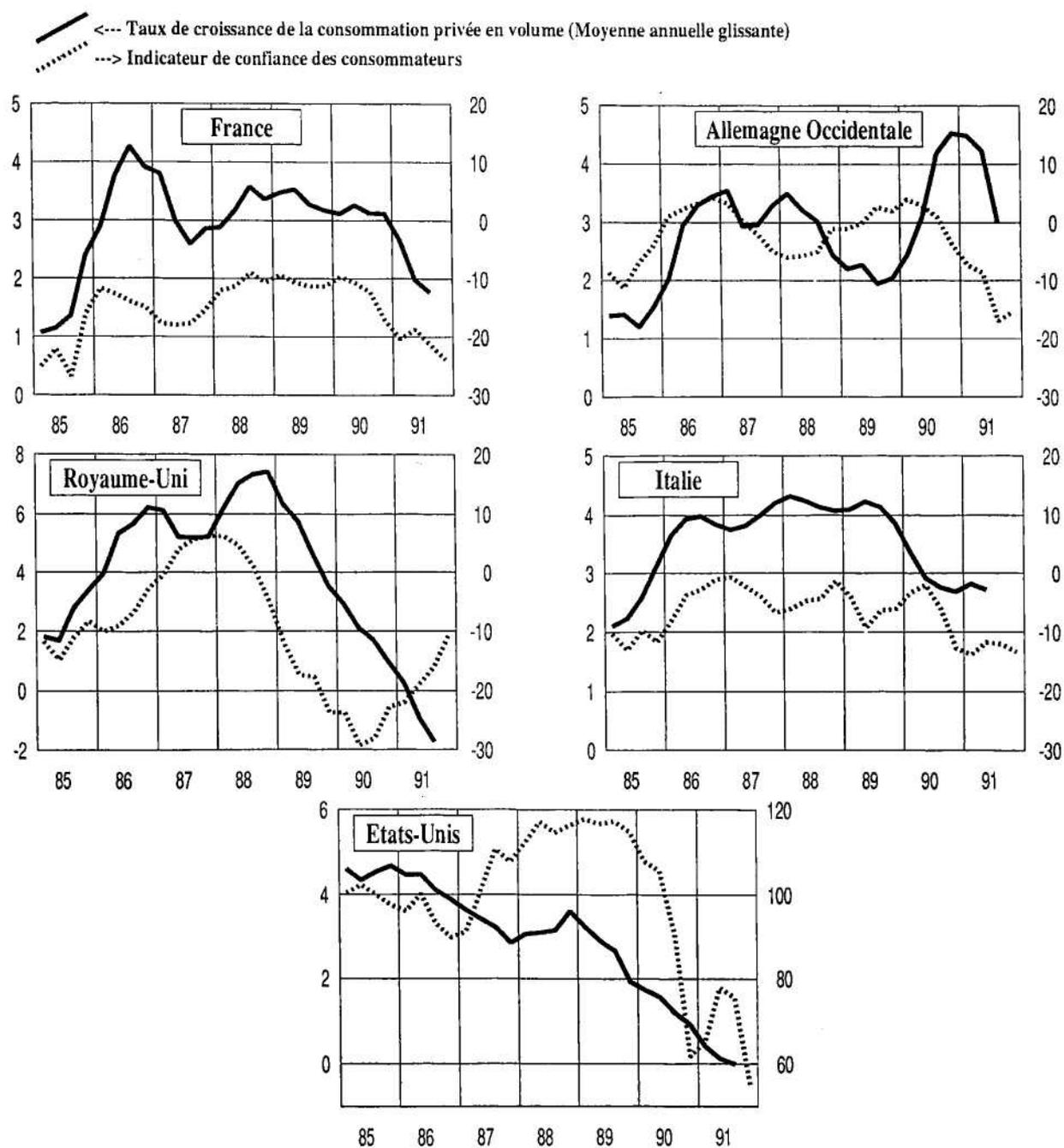
PIB/PNB des principaux pays industrialisés				en taux annualisés Variations sur la période précédente									
1987	1988	1989		90.1	90.2	90.3	90.4	91.1	91.2	91.3	91.4	1990	1991 **
ETATS-UNIS													
3,1	3,9	2,5	PIB (en \$ 87)	1,7	1,6	0,2	-3,9	-2,5	1,4	1,8	0,3	1,0	-0,7
4,6	3,7	3,7	Importations	-2,5	1,7	9,6	-9,3	-15,4	13,3	22,3	-2,0	2,2	0,0
2,8	3,6	1,9	Consommation privée	2,1	-0,0	2,8	-3,5	-1,3	1,4	2,3	-1,1	1,2	-0,2
3,0	0,6	1,5	Consommation publique	6,4	2,2	-0,3	4,6	2,8	-0,1	-3,4	-5,9	3,2	0,8
1,9	3,2	2,0	FBCF totale	-11,9	6,0	-2,9	-29,5	-20,9	-0,4	19,7	2,4	-5,7	-9,7
2,7	3,0	1,9	Demande intérieure totale	0,6	1,3	1,3	-6,5	-3,5	0,9	3,4	-1,6	0,5	-1,4
10,5	15,8	11,3	Exportations	8,8	4,8	-0,4	17,7	-7,4	19,4	7,3	15,4	7,7	6,7
JAPON													
4,3	6,3	4,8	PNB (en Yen 85)	3,5	8,4	2,8	4,0	8,3	2,8	1,6		5,3	(4,4)
10,5	21,3	22,1	Importations	16,6	16,4	-13,4	-4,2	-2,9	-7,9	10,5		12,0	(-2,7)
4,2	5,2	4,3	Consommation privée	0,8	9,0	0,3	-0,7	2,3	6,5	3,6		4,3	(2,7)
0,4	2,2	2,1	Consommation publique	2,2	4,7	-3,6	7,4	6,1	6,5	-5,6		1,8	(3,2)
9,3	12,2	8,8	FBCF totale	10,4	13,1	5,0	8,0	5,1	-2,6	0,6		10,0	(3,7)
5,0	7,6	5,8	Demande intérieure totale	2,6	10,9	1,9	1,3	4,7	3,1	1,8		5,5	(3,1)
4,6	10,7	15,1	Exportations	2,6	3,1	-9,7	11,0	17,8	-8,7	8,9		10,6	(4,4)
ALLEMAGNE (ex ouest)													
1,4	3,5	3,8	PNB (en DM 85)	10,3	1,3	7,5	2,3	10,1	-2,4	-1,9		4,7	(3,2)
3,9	5,4	8,7	Importations	4,1	3,7	21,0	32,2	9,5	2,6	14,3		12,5	(12,9)
3,3	2,5	2,0	Consommation privée	8,3	2,4	3,8	0,9	9,1	0,6	-7,2		4,5	(2,2)
1,5	2,2	-1,6	Consommation publique	10,5	3,7	0,0	-11,3	6,9	3,8	3,7		2,1	(0,8)
2,1	4,4	7,1	FBCF totale	58,3	-19,9	5,1	3,2	58,0	-21,6	1,3		9,2	(7,1)
2,5	3,4	2,7	Demande intérieure totale	4,1	5,4	2,5	5,9	5,8	2,0	-4,2		5,2	(3,0)
0,6	5,6	11,7	Exportations	21,2	-6,5	35,4	19,8	20,1	-7,7	19,5		10,4	(12,7)
ALLEMAGNE*													
PNB (en DM 90)												2,8	1,5
ROYAUME-UNI													
4,6	4,2	2,3	PIB (en £ 85)	2,6	3,6	-5,2	-4,0	-2,9	-2,2	0,3		1,1	(-2,3)
7,8	12,3	7,4	Importations	16,1	2,2	-9,4	-5,1	-8,1	3,6	5,9		1,0	(-2,8)
5,2	7,4	3,5	Consommation privée	0,5	3,0	-2,8	-2,7	-0,7	-6,2	0,5		1,0	(-2,0)
1,2	0,6	0,9	Consommation publique	5,7	2,9	3,6	-1,0	3,9	0,5	1,7		3,0	(1,7)
9,6	13,1	6,8	FBCF totale	3,8	-3,7	-15,7	-7,4	-18,0	-8,1	-9,6		-2,2	(-11,0)
5,3	7,8	3,3	Demande intérieure totale	5,3	2,7	-4,7	-6,8	-4,2	-5,0	3,0		0,0	(-3,4)
5,6	0,0	4,2	Exportations	7,8	5,0	-11,5	5,1	-4,0	14,8	-2,4		4,9	(1,0)
ITALIE													
3,0	4,2	3,2	PIB (en lires 85)	3,3	-1,5	2,7	0,4	0,8	1,3	0,2		2,0	(0,9)
10,1	6,9	9,0	Importations	21,7	4,4	-2,2	3,1	4,3	8,5	8,9		6,6	(4,3)
4,2	4,1	3,9	Consommation privée	1,9	4,7	2,7	1,8	2,5	1,9	2,2		2,7	(2,2)
3,7	2,8	0,5	Consommation publique	0,9	12,1	0,6	1,1	1,1	2,2	0,8		2,9	(1,8)
5,8	6,7	5,1	FBCF totale	7,5	0,2	-1,0	-1,2	1,8	-0,4	6,4		3,0	(0,8)
4,7	4,7	3,3	Demande intérieure totale	8,3	-4,8	2,1	-0,9	2,9	6,4	2,7		2,0	(2,0)
3,3	4,8	10,4	Exportations	2,7	21,5	-0,8	9,0	-1,5	-10,4	-0,1		7,2	(0,3)
FRANCE													
2,3	4,2	3,9	PIB total (en F 80)	5,7	-0,0	2,6	-1,4	1,1	2,7	3,2	0,2	2,8	1,2
7,7	8,7	8,2	Importations	5,9	-1,5	7,0	3,8	7,0	-6,0	12,8	-5,9	6,3	3,2
2,9	3,4	3,2	Consommation privée	6,4	2,7	0,1	1,7	1,5	1,3	1,7	2,9	3,1	1,5
2,8	2,9	0,2	Consommation publique	6,7	-0,2	3,0	2,5	2,2	1,0	1,2	0,7	3,1	2,0
4,8	8,6	7,5	FBCF totale	6,6	-2,3	3,4	-4,3	-3,9	-0,8	2,7	-2,4	3,9	-1,5
3,3	4,4	3,5	Demande intérieure totale	2,0	4,3	3,5	-2,7	2,1	-1,4	4,3	-1,6	3,2	0,9
3,1	8,1	10,3	Exportations	19,4	-14,5	4,3	6,5	2,0	8,3	10,5	-1,0	5,1	4,0

* prévision CE pour 1991.

** les chiffres entre parenthèses indiquent l'acquis de croissance au troisième trimestre.

L'environnement international

La confiance des consommateurs et les variations des dépenses de consommation



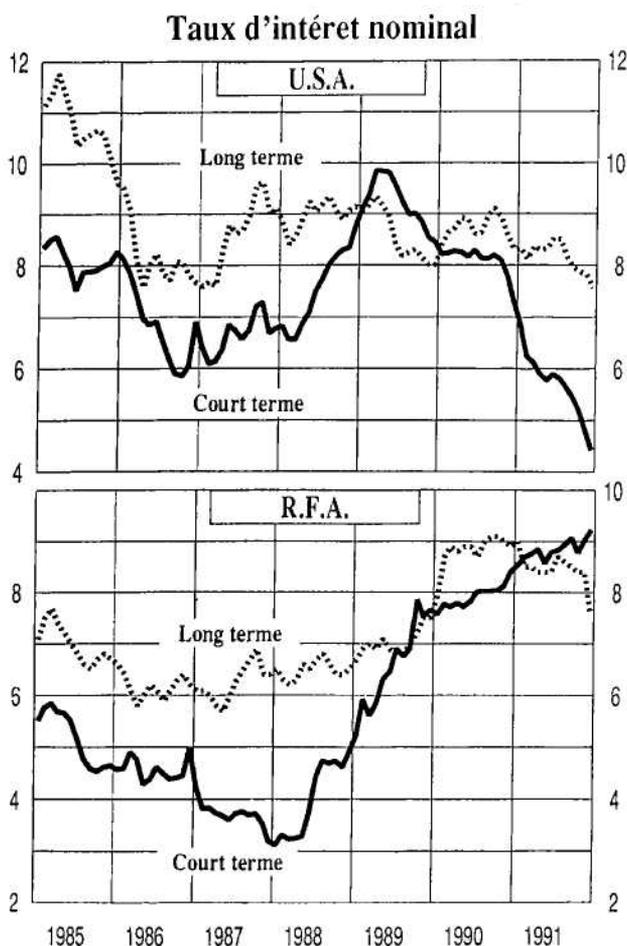
Sources nationales

La politique monétaire et le financement de l'économie

En 1991, les autorités monétaires ont eu des comportements différents selon le statut de leur devise. Les autorités monétaires américaines, japonaises et allemandes ont eu plus de facilité pour faire prévaloir leur objectif interne de croissance sans inflation. Les autres ont privilégié la stabilité externe de leur monnaie et se lient, implicitement ou explicitement, par des objectifs de change vis-à-vis de ces grandes monnaies.

Les trois grandes zones monétaires ont connu des évolutions divergentes

La stabilité des prix, premier objectif des trois grandes autorités monétaires, s'impose aussi aux autres banques centrales. Les taux d'inflation des principaux pays ont décliné tout au long de l'année, et particulièrement dans les pays anglophones. La désinflation britannique, consécutive à l'adhésion de la livre au SME (8 octobre 1990), illustre notamment les effets d'un engagement de parité, même indirect, vis-à-vis de l'une des trois grandes monnaies, réputée la plus vertueuse malgré la hausse sensible des prix de détail qui l'a grevée en 1991. Le taux d'inflation fin 1991 dans les cinq pays les plus industrialisés a été de l'ordre de 3 à 4 %.



Aux Etats-Unis et au Japon, les marges de manoeuvre permises par la désinflation ont été utilisées pour soutenir une activité ralentie. La baisse des taux américains à court terme, interrompue en 1990, a repris en 1991. Du 18 décembre 1990 au 21 décembre 1991, la Réserve Fédérale a abaissé huit fois son taux d'escompte, le ramenant de 7 % à 3,5 %, minimum historique. Les taux courts japonais, après avoir atteint un sommet en août 1990, ont amorcé une baisse à la mi-1991, le taux d'escompte ayant été ramené de 6 % à 4,5 % du 1er juillet au 30 décembre.

En Allemagne, au contraire, les tensions inflationnistes ont conduit la Bundesbank à relever ses taux directeurs, stables depuis octobre 1989. Le taux lombard (taux des avances sur titres) est passé, du 1er novembre 1990 au 19 décembre 1991, de 8 % à 9,75 %. La poursuite de ce mouvement, qui est apparu d'autant plus brutal que l'activité s'essouffait en fin de période, dépendra en grande partie du résultat des négociations salariales en cours.

L'écart entre les taux allemands et américains à court terme a ainsi atteint un niveau élevé, reflet d'un décalage conjoncturel exceptionnel. Les marchés des changes ont accusé cette divergence. Le dollar avait certes bénéficié, au premier semestre 1991, de l'image redorée des Etats-Unis, tant sur le plan géostratégique, par l'issue rapide de la guerre du Koweït, que sur le plan conjoncturel, par les signes de reprise qu'on avait cru percevoir en avril.

La politique monétaire et le financement de l'économie

Mais la morosité générale de l'activité au second semestre a maintenu les taux de change sous l'influence dominante des taux d'intérêt. Le dollar a alors pratiquement perdu ses gains du semestre précédent, restant donc largement sous-évalué en termes de parité de pouvoir d'achat selon les calculs de la BNP. Il est en effet revenu à 1,57 DM, 5,35 F et 128 yens en décembre, après 1,84 DM et 6,22 F le 4 juillet et 141 yens le 14 juin, mais 1,45 DM, 4,95 F et 128 yens le 11 février. Moins sensible que le deutschemark aux fluctuations du dollar, le yen a mieux résisté à la hausse de celui-ci au premier semestre, mais s'est un peu moins apprécié au second semestre. Au total, la monnaie japonaise est cependant restée la plus forte sur l'ensemble de l'année, conformément à ce que suggèrent les résultats des balances de paiements courants, celle du Japon s'étant redressée en 1991 après deux années de rééquilibrage.

Le deutschemark joue un rôle central dans l'intégration croissante de l'Europe

En Europe, le réseau de parités implicites ou explicites entre monnaies, autour du deutschemark, se consolide et s'étend, favorisant une convergence des taux d'intérêt. Le franc belge, le florin néerlandais, la couronne danoise, mais aussi le franc suisse et le shilling autrichien, se sont directement liés au deutschemark, implicitement ou explicitement. Dans cette zone, les évolutions de taux d'intérêt présentent un parallélisme certain. Parmi ces monnaies, celles qui font partie du SME se sont nettement raffermies à la fin de 1990, et tout au long de 1991.

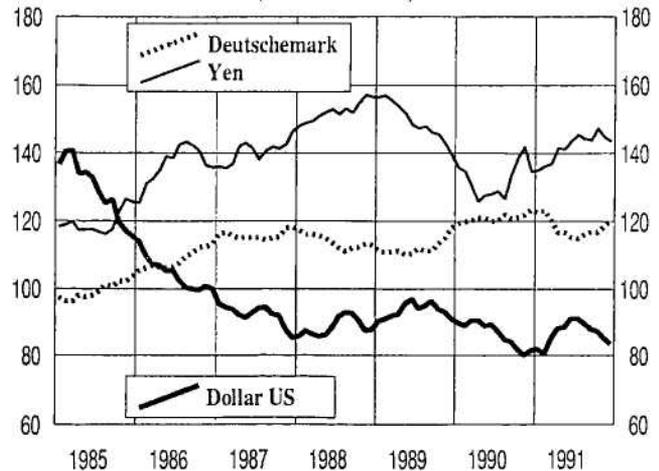
NB : les monnaies fluctuent dans la limite de + ou - 2,25 %, ou à titre transitoire de + ou - 6 %.

 Réalignement de parités le 12.01.1987
 Entrée de la Peseta le 21.09.1989
 Passage de la Lire dans la marge étroite le 05.01.1990
 Entrée de la Livre le 08.10.1990

Le Mark s'est nettement raffermi en 1991. Il reste surpassé par la peseta, qui bénéficie de taux d'intérêt très élevés. La Livre Sterling, dernière venue dans le SME, se tient dans la marge étroite bien qu'elle puisse en sortir.

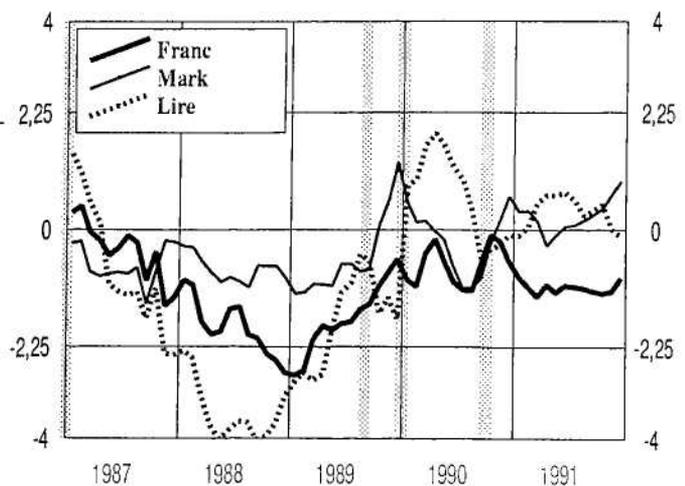
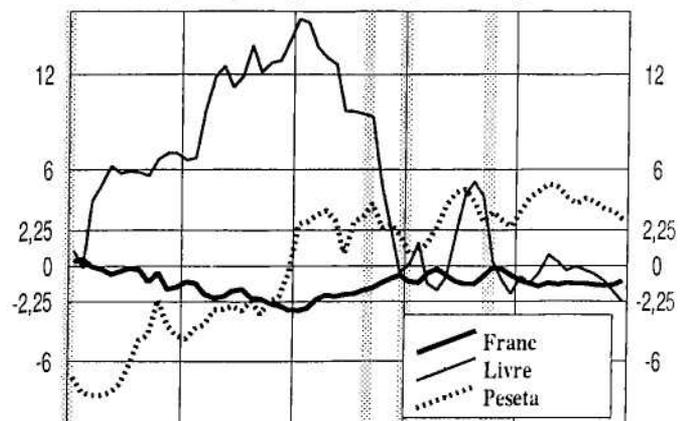
Taux de change effectifs

(Base 100 = 1981)



Taux de change des monnaies du SME

(Ecart par rapport au cours pivot - En %)

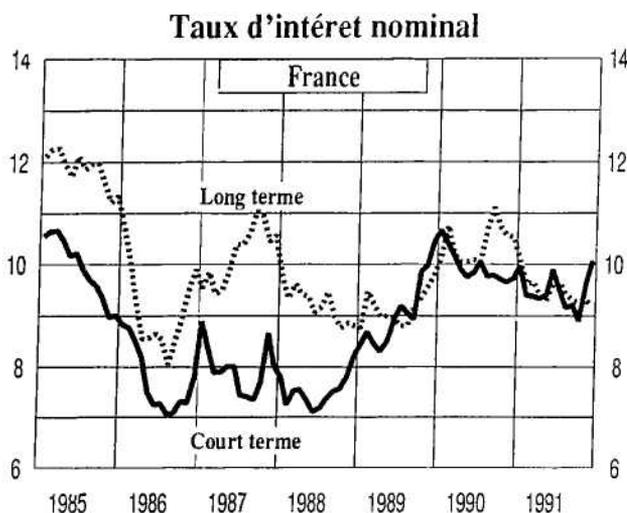


La politique monétaire et le financement de l'économie

Dans la plupart des autres pays européens, dont les monnaies sont liées à l'écu plutôt qu'au mark, soit dans le cadre du SME, soit unilatéralement, les taux d'intérêt à court terme étaient généralement supérieurs aux taux allemands. Ils se sont détendus dans la plupart d'entre eux sur les trois premiers trimestres, convergeant ainsi vers les taux allemands en hausse, et contribuant au raffermissement du mark.

Dans les pays du SME, la crédibilité accrue des parités entre monnaies a d'abord favorisé une convergence vers le bas des taux d'intérêt à court terme comme à long terme. Le dernier réalignement général des parités remonte au 12 janvier 1987. En 1991, le système s'est trouvé renforcé par la convergence des taux d'inflation, et les progrès des négociations conclues le 10 décembre au Conseil européen de Maastricht.

Cette crédibilité nouvelle a conduit d'autres pays européens à lier unilatéralement leur monnaie à l'écu. La couronne suédoise s'est ainsi liée à l'écu le 21 mai avec une marge de $\pm 1,5$ %, et le mark finlandais le 7 juin avec une marge de ± 3 %. La baisse consécutive des taux à court terme sur ces monnaies correspond à un effet similaire à celui observé au Royaume-Uni depuis son adhésion au SME, le taux d'intervention de la Bank of England étant passé de 15 % à 10,5 %.



Les taux d'intérêt français restent supérieurs aux taux allemands

En France, la baisse des taux courts s'est inversée à l'automne, après un bref passage du taux d'appel d'offres de la Banque de France au-dessous du taux lombard de la Bundesbank. Les autorités monétaires ont en effet souhaité utiliser les marges de manoeuvre dégagées par une solide désinflation pour ramener leur taux d'appel d'offres à 8,75 % (17 octobre). Elles ont dû relever ce taux d'un demi-point au bout d'un mois sous la pression des marchés (18 novembre). Elles suivirent ensuite le dernier relèvement des taux allemands (23 décembre).

Les écarts de taux d'intérêts de marché entre la France et l'Allemagne, ramenés au plus bas en septembre (0,1 point au jour le jour, 0,8 point à long terme), sont vivement remontés en novembre et décembre (respectivement 0,8 et 1,6 point en décembre, contre 1,3 et 1,6 point un an plus tôt), malgré la réduction du différentiel d'inflation (1,7 point entre décembre 1990 et décembre 1991).

Sur les marchés obligataires européens, les taux d'intérêt à long terme se sont inscrits en baisse en 1991, parallèlement à la détente des taux courts sur les monnaies non directement liées au mark, mais plus fortement que celle-ci. Ce mouvement, entamé après les maxima du troisième trimestre 1990, s'est ralenti fin 1991, alors que les taux courts se redressaient.

Au total, les courbes de taux se sont à nouveau inversées en Europe, dès le début de 1991. En Allemagne, l'effet de ciseaux a été plus marqué qu'en France. La différence entre les taux à long terme et les taux au jour le jour, négative dès février, y a atteint - 1,6 point en décembre. En France, cette différence est passée de + 0,8 point en décembre 1990 à - 0,9 point en décembre 1991.

La politique monétaire et le financement de l'économie

L'inversion de la courbe des taux est classiquement interprétée comme un signe d'anticipation d'une baisse des taux courts. De telles anticipations paraissent toutefois difficilement compatibles avec la conjoncture allemande et le besoin de capitaux dans les nouveaux Länder. L'inversion actuelle manifeste plutôt la tension entre des taux longs déterminés sur le marché en fonction des données internes, conjoncturelles et structurelles, et des taux courts déterminés par référence aux principaux taux communautaires, en raison du mécanisme du SME.

Une moindre demande de monnaie ralentit la croissance de la masse monétaire

Dans ce contexte, la Banque de France a cependant trouvé des marges de manoeuvre en assouplissant le système des réserves obligatoires. Elle a permis, le 16 janvier 1991, d'y comptabiliser les fonds communs de placement et, pour une période expérimentale échéant le 15 avril 1992, la totalité (et non plus les trois quarts) de la moyenne quotidienne des encaisses bancaires. Le 1er décembre, elle a allégé les réserves obligatoires d'environ 13 Mds de F en année pleine, en abaissant les taux de réserves à 4,1 % (contre 5,5 %) sur les exigibilités à vue, et en les annulant (contre 0,5 %) sur les autres exigibilités et engagements à plus d'un an.

Ces assouplissements n'ont pas suffi à atteindre totalement les objectifs internes de la politique monétaire française, en raison du ralentissement de la demande de monnaie. Pour 1991, la Banque de France visait une croissance de M3 comprise entre 5 et 7 % (après 7,5 % en 1990), pour accompagner une croissance prévue du PIB nominal de 5,4 %. Ayant commencé l'année sur une pente annuelle de l'ordre de 8 %, la croissance de M3 s'est ensuite progressivement ralentie pour terminer l'année 1991 avec un glissement annuel de 4,2 % au dernier trimestre.

Cette sortie de la fourchette-objectif s'explique d'abord par un ralentissement conjoncturel plus fort que prévu. La croissance du PIB nominal en 1991 a été inférieure d'un point aux prévisions de la Banque de France, ramenant implicitement l'objectif de M3 de 5-7 % à 4-6 %. Ce ralentissement s'observe bien sur les encaisses de transaction comptabilisées dans la masse monétaire. L'agrégat de disponibilités à vue non rémunérées (M1), qui avait déjà considérablement ralenti en 1990, s'est stabilisé au premier semestre 1991, avant de décroître au second semestre. Cette évolution de M1 contribue à celle de M3 à hauteur de - 1,6 point.

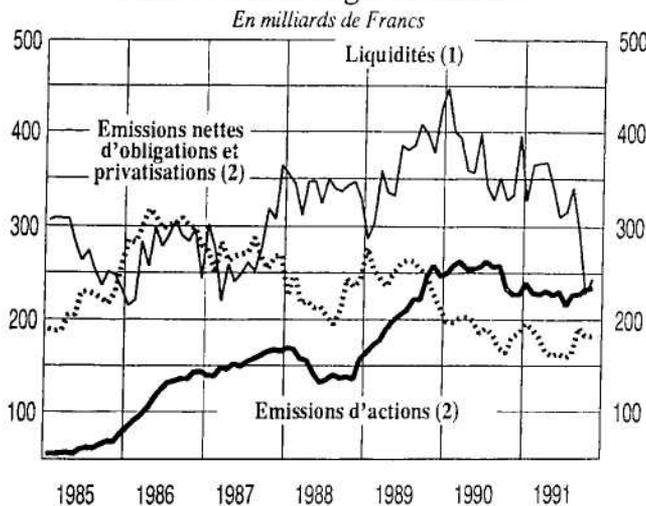
La contraction de M1, comme celle de M2 - M1 (qui contribue pour - 0,4 point à l'évolution de M3), traduisent aussi le déplacement d'encaisses vers des formules mieux rémunérées, qui offrent désormais une liquidité croissante. Les encours de comptes sur livret (M2 - M1), dont la rémunération est plafonnée très en-dessous des taux de rendement du marché, poursuivent en 1991 leur décroissance. Au sein même de M3 - M2, le développement des OPCVM à court terme s'est nettement ralenti en 1991 (20,0 % en glissement annuel au quatrième trimestre 1991, contre 37,2 % un an plus tôt). Dans cet agrégat, il convient toutefois de noter encore le lent développement des fonds communs de créance, avec un encours de 5,8 Mds de F fin 1991.

Le financement de l'économie s'est légèrement désintermédié

Le ralentissement des agrégats monétaires profite donc naturellement aux agrégats de placement créés le 1er janvier 1991 et rétrogradés sur les années précédentes (P1, P2, P3 ; voir Note de Conjoncture de décembre 1990, p. 42) . En particulier, l'épargne contractuelle et les bons de capitalisation (P1) croissent toujours rapidement en 1991 (18,4 % en glissement), quoique moins vite qu'en 1990 (25,6 %). Cette croissance provient encore pour les trois quarts de l'essor des Plans d'épargne populaire (PEP), dont l'encours a crû de 70 Mds de F sur les dix premiers mois de 1991.

La politique monétaire et le financement de l'économie

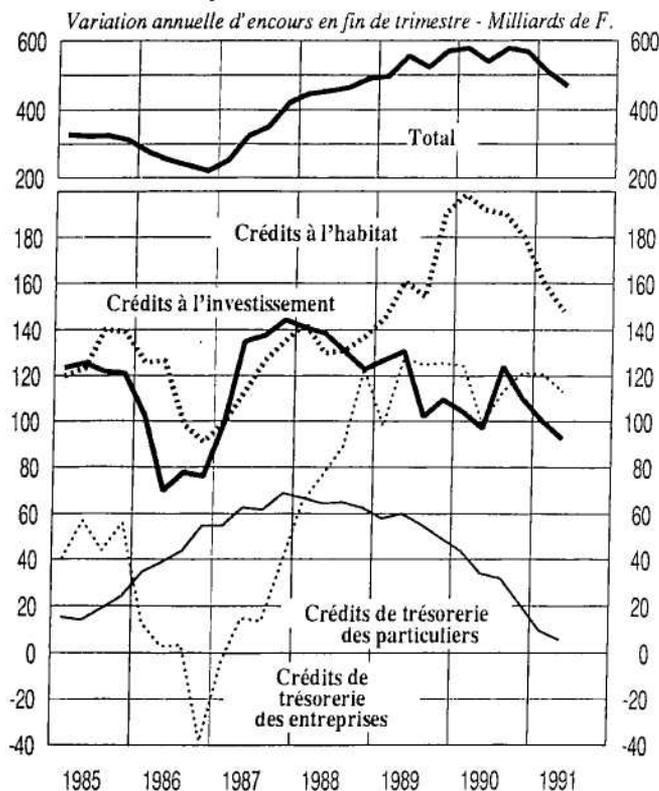
Placements des agents résidents



(1) Variations d'encours sur 12 mois
(2) Cumuls sur les 12 derniers mois

Le ralentissement de la masse monétaire a profité en fin d'année aux placements financiers. Les émissions de valeurs mobilières ont en effet augmenté si l'on en excepte celles des institutions financières, limitées par le ralentissement du crédit.

Principaux crédits aux résidents



La progression du crédit ralentit brutalement, tout en restant supérieure à celle du PIB nominal. Ce ralentissement touche, à des degrés divers, aussi bien les sociétés que les ménages, les crédits de trésorerie que les crédits à long terme.

L'encours des financements obtenus sur les marchés internes, monétaires et obligataires, accélère à nouveau et pourrait avoir retrouvé en 1991 le rythme de croissance de 1989. Pourtant, les émissions nettes d'obligations et de titres assimilés (agrégat P2) ont fléchi de 9,3 % en 1991. Ce fléchissement est imputable en totalité aux institutions financières, qui y contribuent à hauteur de - 14,6 points. Il est atténué par les émissions obligataires des administrations publiques (4,1 points) et les sociétés et quasi-sociétés non financières (1,1 point).

Le moindre recours des institutions financières au marché obligataire est à relier au ralentissement brutal de la progression des crédits obtenus auprès d'elles par les résidents. L'encours de ceux-ci ne progresse plus qu'à un rythme de 6,7 % (glissement annuel en novembre, contre 10,8 % en 1990), qui reste cependant supérieur à celui du PIB nominal. Ce ralentissement relatif est général, et touche aussi bien les sociétés (10,6 % en septembre contre 15,1 % en 1990) que les ménages (3,9 % contre 7,0 %).

Le ralentissement du crédit peut résulter pour partie de la réglementation prudentielle ("ratios Cooke") applicable aux institutions financières. Le ratio de solvabilité (fonds propres/ensemble des risques de crédit), en particulier, doit atteindre l'objectif de 8 % fixé par la Banque des règlements internationaux (BRI) pour tout établissement de crédit ou maison de titres. Actuellement, le seuil transitoire français de 5 % est respecté par presque tous les établissements. Le Comité de réglementation bancaire a donc décidé le 15 février 1991 de rendre applicable le seuil de 8 %, dès maintenant pour tout établissement créé depuis le 1er janvier 1991, et au 31 décembre 1992 pour tout autre établissement. Le ratio de division des risques, lui, est déjà applicable depuis le 1er janvier 1991.

Aussi, malgré la baisse générale des taux d'intérêt, les banques ont maintenu le taux de base bancaire à 10,25 % (en retrait par rapport au dernier maxi-

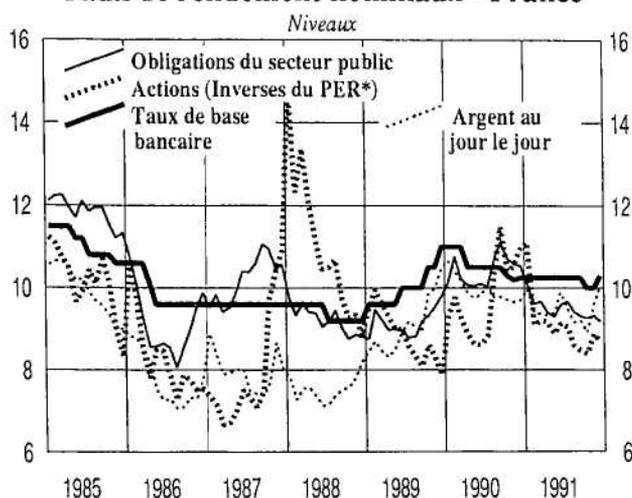
La politique monétaire et le financement de l'économie

mum : 11 % du 19 décembre 1989 au 4 avril 1990) du 17 octobre 1990 au 22 octobre 1991, où il a été ramené à 10 %. Puis il a été relevé à 10,35 % le 23 décembre, à la suite du relèvement des taux directeurs de la Banque de France. Ainsi, le coût du crédit pour les entreprises, qui s'était allégé au premier semestre, s'est plutôt alourdi au second. En moyenne, il a été sensiblement moindre en 1991 qu'en 1990, du moins pour les crédits à court et moyen terme.

Cependant, le besoin de financement des entreprises n'a que légèrement décrû. Elles se sont donc tournées vers le marché des actions (agrégat P3), sur lequel les émissions effectives ont crû de 6,4 % en 1991 (alors même que le nombre d'opérations décroissait). Les sociétés et quasi-sociétés non financières ont contribué à hauteur de 6,3 points à ces émissions, et les assurances à hauteur de 0,4 point, tandis que les institutions financières y contribuaient négativement, à hauteur de - 0,3 point.

Au total, l'endettement intérieur a crû de 7,0 % en glissement annuel en novembre 1991. Le crédit interne contribue le plus à cette croissance (5,1 points), alors que les financements sur les marchés n'y contribuent qu'à hauteur de 1,7 point (contre 3 points en 1990). Cette plus forte contribution du crédit résulte de son volume (74,0 % de l'endettement intérieur total en décembre 1990). Mais son rythme de croissance est désormais inférieur à celui des financements sur les marchés, ce qui traduit une certaine tendance à la désintermédiation de l'économie en 1991.

Taux de rendement nominaux - France



(* source : C.C.F. - Elysées Bourse)

Les taux de rendement à long terme ont baissé parallèlement au ralentissement de l'activité, rendant moins attractifs les placements financiers français.

Endettement intérieur total (variation d'encours)						en Mds de F			
Annuels						Trimestriels			Pour mémoire
1985	1986	1987	1988	1989	1990	91.1	91.2	91.3	encours fin 1990
498,8	403,7	575,7	700,8	770,9	784,5	157,6	134,2	139,1	8 164,1
Endettement intérieur total									
Répartition par agents									
- Etat						96,1	34,3	38,0	1 605,1
- Autres agents non financiers						62,6	101,2	115,7	6 559,0
<i>dont crédits (96 %)</i>						40,6	129,1	n.d	6 283,3
- aux sociétés résidentes						39,8	74,5	19,5	2 886,3
- aux ménages résidents						-2,6	25,5	17,3	2 317,7
- aux autres agents résidents						-1,4	2,8	24,0	650,1
- aux agents non résidents						7,9	23,2	n.d	429,2
Répartition par instruments									
- Crédits obtenus auprès des établissements de crédit résidents						121,6	88,1	48,6	6 044,2
- Financements obtenus sur les marchés internes						37,0	46,9	88,1	1 934,9
- Financements obtenus auprès des non-résidents						-1,0	-0,8	2,4	185,0

Source : Banque de France

Les marchés du pétrole et des matières premières

LE MARCHÉ DU PÉTROLE

Des cours stables depuis le 17 janvier 1990

En moyenne annuelle, les cours du pétrole de Mer du Nord (le Brent) se sont établis en 1991 à 19,9 \$/baril contre 23,3 \$/baril en 1990, soit une diminution de 15 %. Ces cours servant de référence pour le calcul du coût CAF pour l'Europe, il s'en est suivi une baisse identique du prix du pétrole importé (en France : 19,6 \$/bl après 22,4 \$/bl en 1990). Les évolutions du dollar sur l'année ont toutefois atténué la baisse du prix du pétrole importé en francs (- 9 % en moyenne annuelle).

Depuis le déclenchement du conflit dans le Golfe, les cours se sont tout au long de l'année maintenus pratiquement entre 18 et 22 \$, rompant ainsi avec la grande volatilité observée durant l'année précédente où les cours avaient oscillé entre 15 et 40 \$. La tendance en fin d'année est toutefois à la baisse.

Une nouvelle distribution de l'offre s'effectue au profit de l'Arabie Saoudite

Cette stabilité a, paradoxalement, été obtenue alors même que l'offre et la demande étaient libres, l'OPEP ayant renoncé depuis l'invasion du Koweït à la politique des quotas qui lui permettait, en régulant l'offre, d'influer sur les cours. Les pays de l'Organisation ont, lors de leurs différentes conférences, arrêté un plafond de production et un objectif de prix du panier OPEP (21 \$/bl) ; mais dans les faits chaque pays a pu produire au maximum de ses capacités. Il en est résulté un nouveau partage du marché pétrolier au sein de l'OPEP : l'Arabie Saoudite en assure 35 % à la fin de 1991 contre 23 % avant l'invasion du Koweït. De plus, malgré la quasi-disparition des deux grands producteurs qu'étaient l'Irak et le Koweït, le niveau de production de l'Organisation (24,1 m.b.j 1/ en fin 1991) n'avait pas été aussi élevé depuis douze ans : l'OPEP des "onze" ayant accru sa production de 24 % depuis le début de la crise du Golfe.

Malgré l'extinction des incendies sur les champs pétrolifères endommagés par la guerre, le Koweït ne produit à la fin 1991 que le cinquième de sa production initiale. L'Irak a pu produire 0,4 m.b.j 1/ contre 3,1 m.b.j avant la crise du Golfe mais la levée de l'embargo sur ses exportations reste subordonnée à son acceptation des conditions posées par le Conseil National de Sécurité de l'ONU l'autorisant à exporter à hauteur de 1,6 milliard de dollars.

Cet accroissement de l'offre OPEP (hors Irak) a été atténué par un déclin continu de la production de l'ex-URSS qui passe de 11,5 m.b.j à 10,4 m.b.j entre 1990 et 1991. Depuis le putsch manqué du 19 août, les opérateurs sur les marchés s'attendaient à un effondrement des exportations soviétiques ce qui a contribué au relèvement des cours jusqu'en début novembre. Cet effondrement n'a pas eu lieu et les exportations de l'ex-URSS vers les pays développés se sont maintenues, la baisse de la production s'étant accompagnée d'une baisse aussi importante de la demande intérieure.

1/ m.b.j : million de baril par jour

Les marchés du pétrole et des matières premières

Production mondiale de pétrole (brut + condensats)

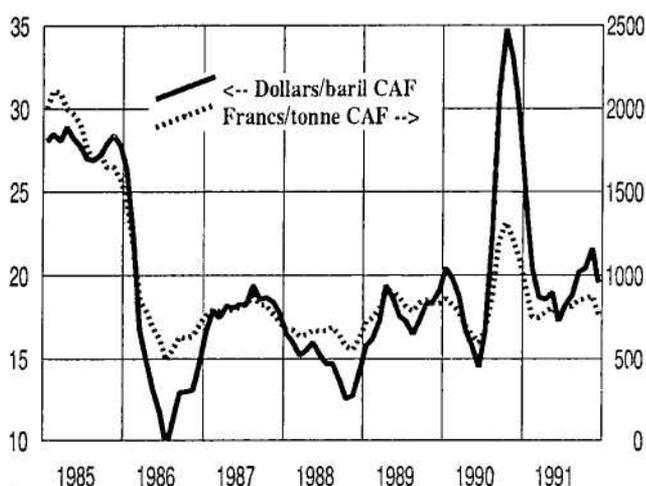
en millions de barils/jour

	1986	1987	1988	1989	90.1	90.2	90.3	90.4	91.1	91.2	91.3	91.4	1990	1991
- OPEP 1/ dont : Arabie Saoudite (nc zone neutre)	18,1	17,8	19,8	21,7	23,8	23,6	21,9	23,1	23,1	22,7	23,5	24,1	23,1	23,4
Irak	1,7	2,1	2,6	2,8	3,0	3,1	1,5	0,4	0,2	0,3	0,4	0,4	2,0	0,3
Koweït	1,3	1,1	1,3	1,6	1,8	1,7	0,6	0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	1,0	0,1
- hors OPEP	42,0	42,7	43,0	42,2	42,3	41,7	41,1	41,8	42,0	41,2	40,9	41,3	41,8	41,3
dont : OCDE	16,4	16,8	16,7	15,9	16,1	15,7	15,4	16,2	16,5	15,9	16,1	16,6	15,9	16,3
ex URSS	12,4	12,6	12,6	12,3	12,0	11,8	11,4	11,0	10,9	10,6	10,2	10,0	11,5	10,4
Total	61,9	62,3	64,7	65,9	67,9	67,2	64,8	66,7	67,1	65,9	66,4	67,3	66,9	66,7

1/ non compris condensats

Source : AIE

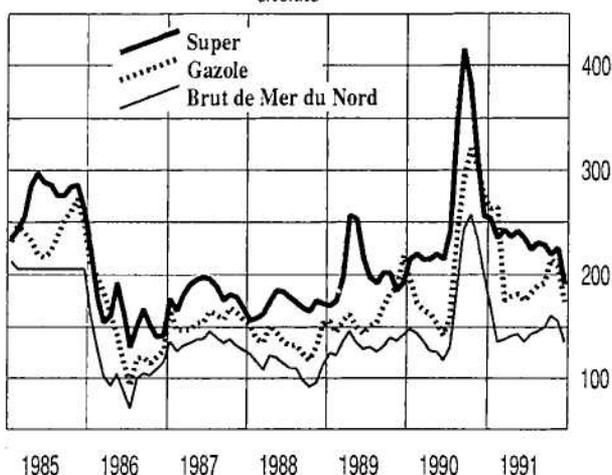
Prix du pétrole brut importé par la France



Le prix du pétrole importé par la France a, en 1990 comme en 1991, été lissé par les variations en sens inverse du dollar et du cours du pétrole. Le coût CAF en Francs n'a diminué que de 8 % contre 14 % pour le coût CAF en dollars.

Cours à Rotterdam

\$/tonne



On enregistre une stabilité relative des cours depuis fin janvier, correspondant à une baisse en moyenne annuelle, plus accentuée pour le super (-15 %) et le fioul lourd (-22 %) que pour le gazole (-7 %), ou le naphta (-7 %).

Prix du pétrole

Niveaux

Niveaux Annuels						Niveaux trimestriels							
1986	1987	1988	1989	1990	1991	1990				1991			
						90.1	90.2	90.3	90.4	91.1	91.2	91.3	91.4
6,9	6,0	6,0	6,4	5,4	5,6	5,7	5,6	5,3	5,1	5,2	5,9	5,9	5,6
\$ en F													
PETROLE													
14,5	18,5	15,1	18,2	23,3	19,9	19,2	16,8	25,6	31,4	20,2	19,1	19,9	20,5
15,3	18,1	14,9	17,6	22,4	19,6	19,7	15,5	23,0	32,5	21,1	18,2	19,0	20,4
781	799	651	825	896	813	830	645	904	1207	809	786	827	831
						Baril de "BRENT" en \$							
						Baril importé en \$ (CAF)							
						Tonne importée en FRF							

Les marchés du pétrole et des matières premières

Une demande déprimée fait baisser les cours en fin d'année

Au total, l'offre en 1991 se situe à un niveau très voisin de celui de 1990 (66,7 m.b.j contre 66,9).

Ce niveau élevé de l'offre n'a pas affecté jusqu'à l'automne les marchés pétroliers qui s'attendaient à une reprise plus rapide et plus forte de la croissance dans les pays industrialisés. Dans les faits, cette reprise est modeste et le ralentissement de la demande de pétrole amorcé en début 1990 a été accentué par la Crise du Golfe. La demande pétrolière mondiale est restée stable en 1991 et elle a baissé dans l'OCDE du fait du ralentissement en Amérique du Nord. La faiblesse de la demande n'a été ressentie par les milieux pétroliers qu'en fin d'année et le sentiment d'une surabondance sur le marché physique a fait chuter les prix de près de 5 \$/baril entre le 1er novembre et le 31 décembre.

LE MARCHE DES MATIERES PREMIERES

La baisse des prix des matières premières ralentit en 1991 en raison de l'appréciation du dollar américain

Les prix en francs des **matières premières non énergétiques importées** n'ont baissé que de 8 % en moyenne en 1991 du fait de l'appréciation de près de 4 % du dollar américain par rapport au franc. Toutefois, le repli des prix s'est accéléré au second semestre avec la dépréciation du dollar.

Les prix en dollars des **matières premières industrielles** ont perdu 13 % en moyenne en 1991 : la baisse de 9 % des prix des **matières premières industrielles d'origine minérale** est due principalement à celle des prix des métaux non ferreux (12 %). La faiblesse de la demande et l'accroissement des stocks provoqué par l'arrivée massif de métaux soviétiques (en particulier d'aluminium) ont pesé lourdement sur les cours. Les prix des **matières premières industrielles d'origine agricole** se sont effondrés (- 21 %). Le ralentissement de l'activité a entraîné la chute des cours de la pâte à papier (- 26 %) et des bois tropicaux (- 10 %). Le bon fonctionnement de l'accord international sur le caoutchouc a limité la baisse des cours à 4 %, qui restent cependant affectés par la crise automobile. Quant à l'effondrement de 25 % des cours des fibres textiles naturelles, il a été causé par l'abondance de l'offre de laine et de coton.

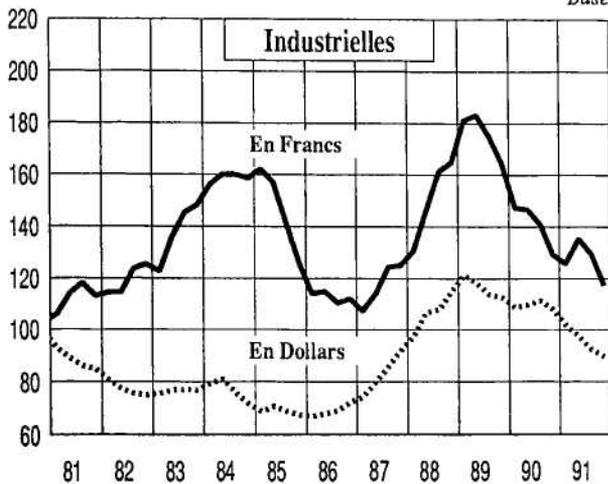
La baisse des prix des **matières premières alimentaires** en dollar s'est ralentie en 1991, - 4 % en moyenne après - 13 % en 1990. Les prix des **oléagineux** se sont quasiment stabilisés grâce à l'octroi des crédits occidentaux à l'Union Soviétique. Les prix des **denrées tropicales** se sont situés en retrait de 8 % en moyenne en 1991. Les excédents dépriment les marchés du café et du cacao pour lesquels les accords internationaux ne fonctionnent plus.

Les prix en dollar des **matières premières exportées** ont enregistré des baisses en 1991 : - 30 % sur les cours du sucre, - 7 % sur les cours du blé.

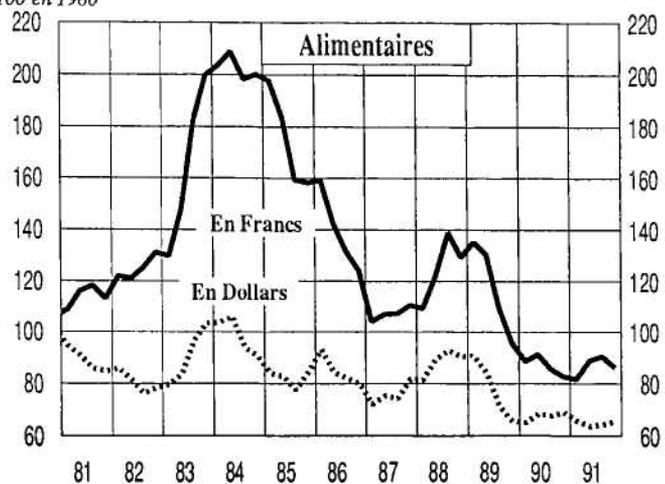
Les marchés du pétrole et des matières premières

Prix des matières premières

Base 100 en 1980



Après une hausse marquée au deuxième trimestre 1991, les prix en francs se sont à nouveau inscrits en baisse jusqu'à la fin de l'année.



Après une envolée des prix en francs au deuxième trimestre 1991, la hausse s'est ralentie au troisième trimestre avant un repli au cours du dernier trimestre.

Prix des matières premières importées en Francs

Evolution en %

1985	1986	1987	1988	1989	1990		1991				
							91.1	91.2	91.3	91.4	1991
3,4	-23,3	-13,0	0	6,7	-15,6	\$/F	5,3	12,6	0,9	-6,4	3,7
-7,5	-22,9	4,2	27,9	16,9	-19,9	Matières premières industrielles (4,4 %)1/	-2,6	7,5	-4,3	-9,3	-9,9
-13,8	-20,3	-22,9	15,7	-5,4	-26,1	Matières premières alimentaires(1,0 %) 1/	-1,3	8,7	1,8	-4,7	-0,3

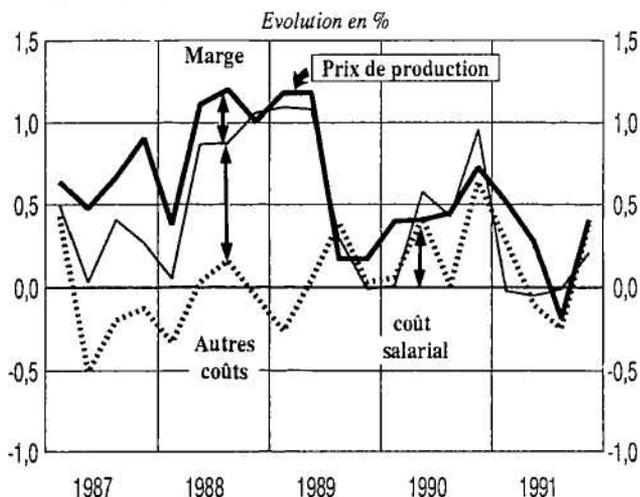
1/ Poids dans les importations de la France en 1990

Les coûts et les prix de production

En moyenne annuelle, les coûts unitaires d'exploitation dans l'industrie manufacturière ont ralenti en 1991 (1,4 % après 1,7 % en 1990) et sont même restés stables en glissement sur l'ensemble de l'année. Cette évolution favorable a résulté de la baisse sensible du coût des consommations intermédiaires au premier et au quatrième trimestre, relayée par une diminution du coût salarial unitaire en milieu d'année.

Deux raisons se conjuguent pour expliquer le ralentissement du coût des consommations intermédiaires en 1991 (0,5 % après 0,9 % en 1990) : d'une part, la baisse des prix exprimés en francs des matières premières industrielles, déjà sensible en 1990, s'est poursuivie en 1991 ; d'autre part, les prix de l'énergie ont fortement décliné à partir de l'automne 1990 dès l'annonce d'une date butoir pour le déclenchement du conflit dans le Golfe.

Prix de production et contribution aux coûts dans l'industrie manufacturière



Les entreprises ont reconstitué leurs marges d'exploitation au premier trimestre de 1991.

Les coûts salariaux unitaires dans l'industrie manufacturière ont fortement fluctué en 1991 mais leur variation reflète essentiellement celle de la productivité apparente du travail. Le salaire moyen par tête a en effet ralenti en 1991 (4,6 % après 5,1 % en 1990), mais, en revanche, la productivité apparente du travail a suivi les évolutions infra-annuelles de la production : baisse au premier et au quatrième trimestre plus que compensée par une hausse en milieu d'année.

Au premier trimestre, les entrepreneurs du secteur manufacturé n'ayant pas anticipé la baisse du coût des consommations intermédiaires, ne l'ont répercutée dans leur prix de production qu'avec un trimestre de retard. Ils ont ainsi pu reconstituer les marges qu'ils avaient fortement comprimées à la fin de 1990. Les prix de

Prix de production et coûts d'exploitation dans l'industrie manufacturière

1985	1986	1987	1988	1989	1990		1991				1991
							91.1	91.2	91.3	91.4	
5,2	-2,1	1,9	4,0	5,8	0,9	Coût des consommations intermédiaires	-0,5	0,1	0,4	-0,3	0,5
3,0	1,5	1,7	-2,4	0,2	4,5	Coût salarial unitaire	1,5	-0,5	-1,3	2,0	4,2
7,2	5,4	4,8	5,0	4,6	5,1	dont : - Salaire moyen par tête	1,1	1,2	1,1	1,0	4,6
4,2	3,8	5,2	7,9	4,4	0,8	- Productivité 1/	-0,4	1,7	2,4	-1,1	0,4
4,7	-1,2	1,3	2,3	4,5	1,7	Coût unitaire d'exploitation	-0,0	-0,1	-0,0	0,3	1,4
5,6	1,3	1,9	3,3	3,9	1,6	Prix de production	0,5	0,3	-0,2	0,4	1,6

1/ Défini comme la production par tête

Les coûts et les prix de production

production dans l'industrie manufacturière ont ensuite pratiquement suivi l'évolution infra-annuelle des coûts d'exploitation. Globalement sur l'année, le taux de marge d'exploitation 1/ des entreprises du secteur manufacturé a été légèrement positif.

Dans l'ensemble des entreprises non financières, les industriels ont également répercuté dans leur prix de production l'évolution de leur coût unitaire d'exploitation tout en reconstituant leur marge au premier trimestre. Enfin, malgré l'accélération des impôts à la production, et plus spécialement de la taxe professionnelle, l'évolution en glissement annuel du coût unitaire total est resté semblable à celui des prix de production.

1/ défini comme le rapport des prix de production au coût unitaire d'exploitation

Coûts salariaux unitaires dans l'industrie manufacturière exprimés en monnaie nationale

en % évolution

	1986	1987	1988	1989	1990	1991*
France	2,9	1,9	-4,2	-0,6	2,8	3,6
Allemagne occidentale	3,8	6,5	0,3	0,2	2,3	4,8
Royaume-Uni	4,2	0,8	0,3	3,5	8,9	7,7
Japon	6,6	-5,5	-3,8	0,8	1,5	2,5
Etats-Unis	0,0	-2,6	-1,4	3,0	0,7	2,3

Source : OCDE

* Préviation OCDE pour l'année 91

Les coûts salariaux unitaires calculés par l'OCDE tiennent aussi compte de coûts de main d'oeuvre hors salaire tels que les cotisations sociales employeurs.

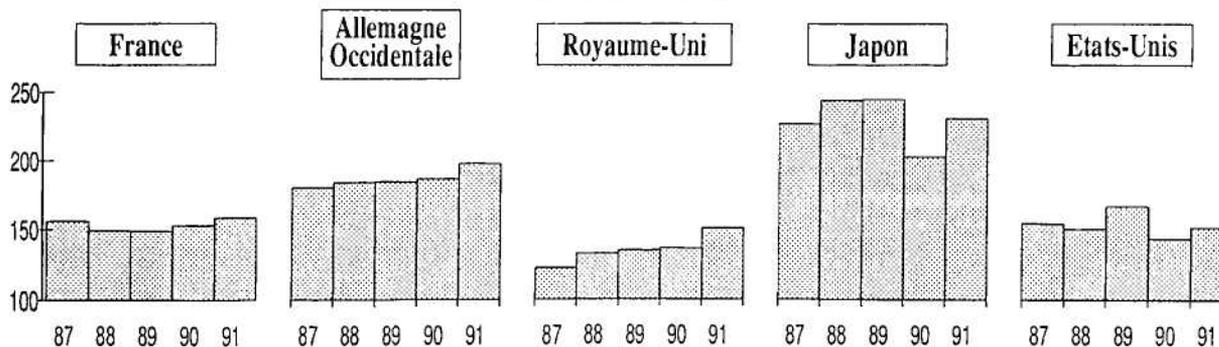
Une comparaison internationale des coûts salariaux

A l'exception du Royaume-Uni, les coûts salariaux unitaires ont accéléré cette année dans les principaux pays de l'OCDE, reflétant le retard de l'ajustement de l'emploi à une production, en baisse en début d'année (Etats-Unis, Royaume-Uni, France) ou en ralentissement dans les pays en décalage de cycle (Allemagne, Japon). Le cas du Royaume-Uni est particulier : les effets cumulés de la baisse de la production et de l'intégration de la livre dans le SME depuis octobre 1990 ont mené à un ajustement brutal de l'emploi cette année et donc, à des gains de productivité très sensibles dès le deuxième trimestre. En Allemagne, aux faibles gains de productivité, s'est ajoutée l'accélération des augmentations salariales.

Les mouvements de change ont profité aux industriels français et ont accentué l'amélioration de la compétitivité interne de la France vis-à-vis de ses partenaires. La France améliore sa compétitivité face à l'Allemagne depuis 1986. Le Royaume-Uni n'a pas pu et ne devrait plus compenser l'augmentation de ses coûts salariaux par la dépréciation de la livre, faisant maintenant partie entière du SME. Enfin, l'appréciation du yen et du dollar en 1991 n'a pas corrigé les pertes de compétitivité de la France en 1990 à la fois face au Japon et face aux Etats-Unis qui bénéficient encore de monnaies sous-évaluées.

Coûts salariaux unitaires dans l'industrie manufacturière exprimés en francs.

Indices base 100 en 1980



Source : OCDE

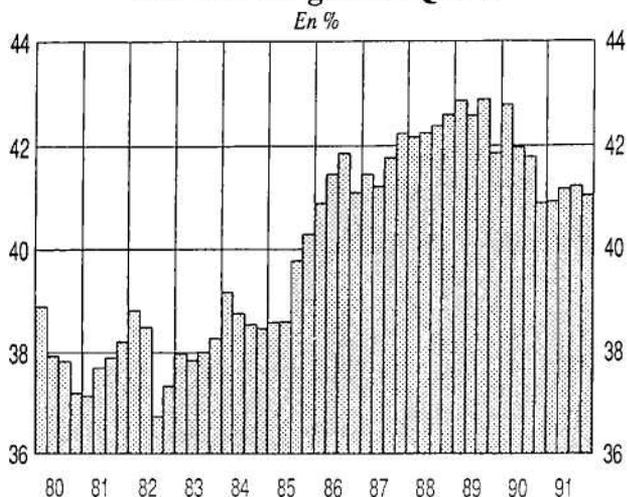
Les résultats des entreprises

En 1991, le ralentissement de l'activité conjugué à une stabilité de l'évolution des prix à la production a entraîné une moindre croissance de la valeur ajoutée brute nominale des entreprises. En raison des délais habituels de l'ajustement de l'emploi aux cycles de l'activité pendant l'année 1990, le poids des charges salariales dans la valeur ajoutée a cru de près d'un demi-point en moyenne annuelle entre 1990 et 1991. Toutefois, cette croissance est acquise dès le premier trimestre de 1991. Depuis, le partage de la valeur ajoutée des entreprises s'est stabilisé, ce qui met un terme à une dégradation continue depuis la fin de 1989, alors qu'il s'était amélioré de 1983 à 1989. Dans la partie occidentale de l'Allemagne, le partage de la valeur ajoutée s'opère en faveur des entreprises depuis 1982 ; ce mouvement paraît s'être enrayé au cours de 1990 et renversé début 1991.

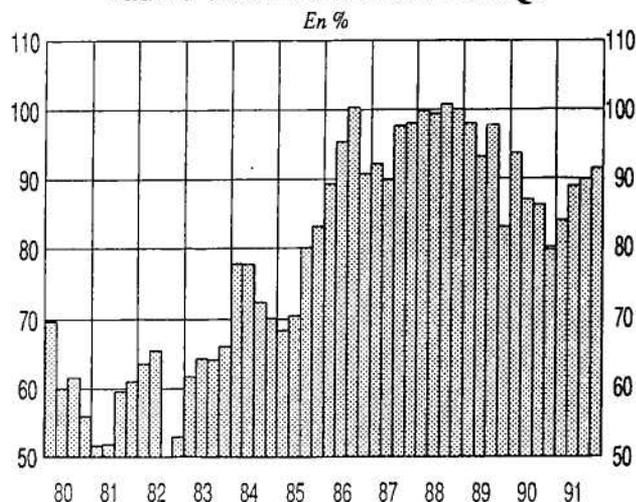
Du fait d'une croissance importante des impôts liés à la production, le taux de marge des Sociétés, Quasi-Sociétés et Entreprises Individuelles évolue défavorablement au cours de 1991 pour atteindre un niveau proche de 41,1 %, comparable à ceux qui prévalaient avant 1987. Ces moindres résultats d'exploitation alliés à la charge croissante des intérêts effectifs nets entraîne une baisse de l'épargne des sociétés. Toutefois, en raison de la baisse de l'investissement des sociétés, le taux d'autofinancement n'a pas diminué en moyenne annuelle en 1991 et s'est établi à un niveau comparable à celui prévalant avant 1986. Dans la partie occidentale de l'Allemagne, le taux d'autofinancement des sociétés a cru, lui aussi, jusqu'en 1989, mais pour s'établir cependant à un niveau inférieur à celui de la France à cette même époque. En France, compte tenu de la légère baisse en valeur de la FBCF des sociétés, le taux d'investissement des SQS baisse en moyenne annuelle d'un peu moins d'un point pour s'établir à 18,0 %.

En 1991, les SQS, ayant moins investi qu'en 1990, connaissent une décreue de leur besoin de financement. Les flux de crédits bancaires ont fortement diminué alors même que les sources de financement externes (émissions d'actions et d'obligations principalement) se stabilisaient sur l'année ; cela indiquerait plutôt une légère baisse du taux d'endettement des sociétés. Cette évolution demeurerait insuffisante pour infléchir la situation de trésorerie dans l'industrie ; elle continuerait à se dégrader au début de 1992, selon l'enquête de conjoncture de décembre 1991.

Taux de marge des SQS-EI

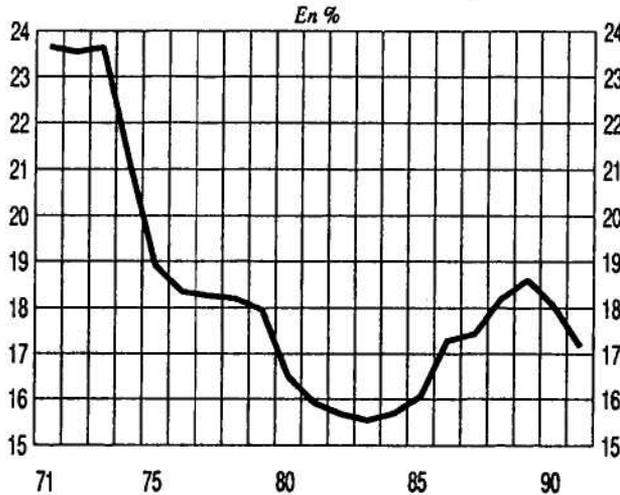


Taux d'autofinancement des SQS

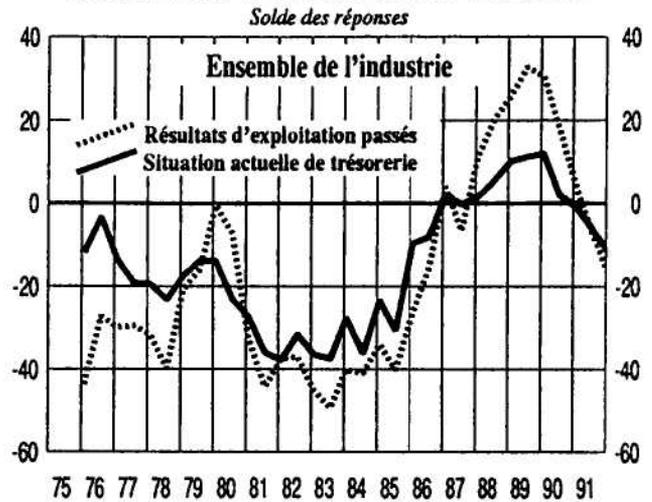


Les résultats des entreprises

Rentabilité économique - SQS-EI



Situation de trésorerie dans l'industrie



En 1991, les SQS, ayant moins investi qu'en 1990, connaissent une décre de leur besoin de financement. Les flux de crédits bancaires ont fortement diminué alors même que les sources de financement externes (émissions d'actions et d'obligations principalement) se stabilisaient sur l'année : cela indiquerait plutôt une légère baisse du taux d'endettement des sociétés. Cette évolution demeurerait insuffisante pour infléchir la situation de trésorerie dans l'industrie ; elle continuerait à se dégrader au début de 1992, selon l'enquête de conjoncture de décembre 1991.

Ratios du compte des entreprises

1985	1986	1987	1988	1989	1990		1991
						SQS et EI :	
55,3	53,2	53,1	52,1	51,8	52,5	- Charges salariales/Valeur ajoutée	52,9
39,3	41,3	41,7	42,3	42,5	41,9	- EBE/Valeur ajoutée	41,1
15,2	15,4	16,0	16,7	17,3	17,5	- Taux d'investissement	16,6
						SQS :	
65,2	62,6	62,0	60,3	60,1	60,6	- Charges salariales/Valeur ajoutée	60,8
28,4	30,9	31,9	33,3	33,4	32,8	- EBE/Valeur ajoutée	32,2
16,8	16,9	17,6	18,2	18,9	19,0	- Taux d'investissement	18,0
12,7	15,9	16,7	18,2	17,5	16,5	- Epargne sur valeur ajoutée	15,9
75,5	93,9	94,4	100,0	93,0	86,6	- Taux d'autofinancement	88,6