

Fiches Thématiques

Conjoncture internationale

Le dynamisme des économies nationales présente des contrastes marqués selon les zones géographiques.

En Asie et en Amérique latine, après des efforts d'ajustement structurel, de nombreux pays connaissent une forte croissance grâce à leur ouverture sur l'extérieur. En Europe centrale et orientale, la production semblerait se stabiliser dans certains pays, après les fortes récessions consécutives à leur rapprochement avec les pays industrialisés.

Dans la zone OCDE, la croissance est de 1,5 % en 1992 après 0,8 % en 1991. Le redémarrage de l'activité aux Etats-Unis s'avère plus progressif qu'on ne le prévoyait. Il coïncide avec un net ralentissement en Europe et au Japon, accentué au second semestre contrairement aux prévisions faites avant l'été par les différents instituts et organismes internationaux.

En contrepartie d'une croissance inférieure à la croissance potentielle, l'inflation continue à ralentir dans l'ensemble de la zone (3,5 % après 4,2 % en 1991 pour le prix du PIB), alors que le taux de chômage augmente (7,9 % après 6,8 % en 1991).

Les instruments de politique économique sont contraints

L'année 1992 illustre d'abord les contraintes pesant sur les politiques économiques, en particulier en Europe, où les

politiques monétaire et, parfois, budgétaire accentuent même le ralentissement.

La politique budgétaire n'est utilisée qu'avec prudence par les pays de l'OCDE, réticents à une relance qui ne s'insérerait pas dans un plus vaste programme d'impulsion de la croissance de long terme.

Le niveau élevé des taux réels à long terme handicape en effet l'utilisation de la politique budgétaire à des fins de réglage conjoncturel : une forte augmentation du déficit public risquerait de se traduire par une nouvelle hausse des taux réels à long terme, et de nuire ainsi aux dépenses d'investissement, donc à la croissance potentielle.

Certains pays entreprennent même des programmes d'ajustement budgétaire, en tout état de cause nécessaires à moyen terme, et pour lesquels les pays européens se fixent des objectifs et des échéances par le traité de Maastricht.

Seul le desserrement de la politique monétaire peut faciliter l'ajustement. Contrairement au Japon et aux Etats-Unis, les pays européens (excepté l'Allemagne) conduisent leur politique monétaire en privilégiant les aspects externes, c'est-à-dire l'ancrage de leur monnaie nationale au mark. Ces politiques sont donc contraintes par la politique allemande. Elles amplifient un ralentissement conjoncturel déjà sensible.

Les déséquilibres accumulés pèsent sur la croissance

La correction des déséquilibres hérités des années quatre-vingts paraît constituer un préalable à une reprise durable. Les ajustements rendus nécessaires par la suraccumulation de capital, la flambée des prix des actifs et un endettement excessif pèsent sur la croissance.

La forte montée de l'endettement au cours des années quatre-vingts, facilitée par la libéralisation financière, s'est nourrie d'anticipations trop optimistes sur la rentabilité des actifs. D'une part, à la suite du contre-choc pétrolier, la demande a été surestimée. D'autre part, à la fin des années quatre-vingts, la hausse des taux d'intérêt a contribué à dégrader la rentabilité du capital dans un contexte de pleine utilisation des capacités de production.

Face à la montée des risques, les banques ont freiné l'expansion du crédit. Dans plusieurs pays (Japon, Royaume-Uni, pays nordiques), le remboursement des dettes a conduit les débiteurs à réaliser des actifs, ce qui a provoqué une déflation des marchés immobiliers et mobiliers après le gonflement de bulles spéculatives. Cette baisse du prix des actifs se poursuit en 1992 dans certains de ces pays.

Cette dévalorisation des actifs, conjuguée au ralentissement des revenus, rend excessif le poids de la dette. Les agents économiques réduisent ou diffèrent leurs dépenses. Ce phénomène affecte davantage les pays où le secteur privé est le plus endetté. Au Japon et dans les pays nordiques, la spirale "endettement-déflation des actifs" exige l'intervention des autorités publiques pour éviter des faillites.

Là où la politique de change le permet (Etats-Unis, Japon), l'assouplissement de la politique monétaire s'avère efficace contre les effets récessifs de l'érosion du bilan des agents privés, par l'intermédiaire de l'allègement du service des dettes.

Le manque de confiance perdue

Enfin, l'activité économique souffre d'un manque de confiance dans la plupart des pays et notamment dans la Communauté européenne. Les ménages sont inquiets de la montée progressive d'un chômage qui, contrairement à ce qui s'était passé lors des récessions précédentes, touche toutes les catégories de la population active.

Dans les pays européens, le pessimisme des entreprises s'accroît particulièrement au cours de l'été. La crise du SME, des changements parfois radicaux de politique budgétaire dans certains pays et une politique monétaire allemande plus restrictive y contribuent probablement. Le commerce mondial soutient en revanche la croissance des pays de l'OCDE en 1992 : il augmente au rythme annuel de 4,7 % après 3,5 % l'année précédente, notamment grâce aux importations américaines et à celles des nouvelles économies asiatiques, qui continuent à augmenter à un rythme soutenu.

Les États-Unis connaissent une reprise modérée

Après une baisse de 1,2 % en 1991, le PIB augmente de 2,1 % en 1992. Cette reprise, longtemps attendue, paraît bien

Alors que les agents privés interrompent, ou inversent, la montée de leur endettement, les administrations publiques acceptent dans la plupart des pays de l'OCDE une dégradation de leur situation financière, largement expliquée par le jeu des "stabilisateurs automatiques", et dans certains cas, par la reprise d'une partie du passif des agents privés. Cependant, la faiblesse de l'activité depuis la fin de 1990, conjuguée à des taux réels élevés, a rendu cumulative la dynamique de l'endettement public (effet "boule de neige").

De ce fait, au vu de transferts sociaux mal maîtrisés, des programmes de restrictions budgétaires doivent être adoptés dans de nombreux pays, et notamment dans les pays européens, qui se fixent des normes quantitatives par le traité de Maastricht (déficit public inférieur à 3 % du PIB et dette publique brute en-deçà de 60 % du PIB). Ainsi, en dépit de la période actuelle de basse conjoncture, certains de nos principaux partenaires européens (Belgique, Pays-Bas, Italie, Espagne) définissent des plans d'assainissement budgétaire, pour la plupart à l'horizon de 1996, dont la réalisation débutera en 1993. Les mesures d'austérité envisagées représentent ex ante 6,0 % du PIB pour l'Italie, 2 % pour la Belgique et 0,7 % pour les Pays-Bas.

Ces plans visent essentiellement à infléchir les dépenses publiques, en rééquilibrant tout d'abord les comptes de protection sociale (santé, vieillesse, chômage) par l'adoption de mesures structurelles. Le gouvernement italien bloque par exemple pendant 19 mois les retraites, qui ne seront plus indexées ensuite que sur l'inflation, et relève l'âge de la retraite de cinq ans. Les prestations d'assurance maladie seront

diminuées dans tous ces pays. Par ailleurs, les budgets alloués à la défense (Belgique, Pays-Bas, Italie) et certaines subventions, notamment celles au transport et au logement (Pays-Bas, Espagne), seront réduits. Enfin, la progression des dépenses de fonctionnement sera limitée par un gel des salaires (Italie) ou du nombre d'emplois (Espagne) dans la fonction publique.

Quant aux mesures cherchant à augmenter les recettes, elles restent limitées par le niveau déjà élevé du taux de prélèvement obligatoire. Ces pays procèdent néanmoins à des hausses sensibles d'impôts directs (Belgique, Italie, Espagne) ou indirects (Belgique, Pays-Bas, Espagne). Enfin, tous adoptent des plans de privatisation à moyen terme. L'Italie entreprend un plan triennal représentant la vente de 27 000 Mds de lires (108 Mds de FF) et la Belgique un plan de 50 Mds de FB (8,2 Mds de FF) sur quatre ans. Quant à l'Espagne, elle envisage 7 Mds de FF de recettes supplémentaires par les privatisations.

Cependant, les hypothèses de croissance sous lesquelles ces plans sont établis sont progressivement revues à la baisse et laissent à penser que les objectifs budgétaires pour 1993 pourraient ne pas être atteints. Même si de nouvelles restrictions budgétaires sont envisageables, la détérioration du climat social, liée à la forte montée du chômage, pourrait conduire à rendre plus progressifs ces programmes d'ajustement budgétaire. Les gouvernements sont progressivement amenés à maintenir, voire à augmenter, leurs dépenses d'investissement en proportion du PIB, et à concevoir des plans de soutien aux entreprises en difficulté.

assurée : la restauration de la rentabilité des entreprises et l'assainissement de leurs bilans devraient permettre un redressement durable de l'investissement en biens d'équipement, en dépit d'un

taux d'utilisation des capacités de production encore peu élevé dans l'industrie. Son caractère modéré provient de la faiblesse, par rapport aux reprises passées, de la croissance de l'emploi et des salaires. De plus, les entre-

prises engrangent les gains sensibles de productivité en les faisant accompagner de baisses des salaires réels (salaire horaire déflaté du prix de production). En effet, les Etats-Unis doivent s'adapter à un environnement plus concurrentiel ; ils signent en 1992 l'Accord de libre échange nord-américain (ALENA). Au total le nombre d'emplois augmente de 600 000 en 1992, mais reste inférieur de 1,4 million à ce qu'il était avant la récession.

C'est pourtant la consommation privée qui contribue le plus à la croissance. Les ménages bénéficient en effet de la désinflation. Divers facteurs ponctuels peuvent en outre expliquer le profil de cette consommation : des crédits d'impôts et des allocations chômage supplémentaires sont accordés par l'administration Bush en janvier ; les assurances remboursent des sinistres provoqués en août par l'ouragan

Andrew. Par ailleurs, le refinancement des crédits hypothécaires est massif en décembre 1991 et en août 1992, ce qui dégage des capacités de financement supplémentaires. Enfin, la baisse du taux d'épargne au deuxième semestre traduit un regain de confiance qui pourrait s'apparenter à un "effet Clinton". La croissance de la consommation en biens durables est également entraînée par le dynamisme de l'investissement résidentiel, relancé par la baisse des taux d'intérêt hypothécaires liée au relâchement de la politique monétaire. Les mises en chantier augmentent de 16 % en 1992.

La baisse des taux d'intérêt a un impact très sensible sur l'assainissement de la situation financière des agents non financiers privés, en allégeant le service de la dette. Les banques en profitent aussi pour accroître leurs marges sur les crédits distribués, ce qui contribue à

retarder les effets de la politique monétaire sur la sphère réelle. Le système financier bénéficie de plus de l'amélioration des comptes du secteur privé non financier qui lui permet de réduire ses provisions pour créances douteuses. De ce fait, les bénéfices des banques commerciales atteignent des records. L'assainissement reste cependant partiel chez les ménages et les banques.

L'activité ralentit au Japon

Atu Japon, l'économie est entrée dans une phase de ralentissement à partir de la mi-1991, en dépit d'un fort premier trimestre 1992. La croissance est de l'ordre de 1,8 % en 1992. La production industrielle recule d'environ 6%. Les travaux publics se comportent bien grâce à la politique budgétaire. L'ajustement n'est sans doute pas encore terminé, notamment au niveau des entreprises, et le Japon n'aurait pas encore atteint le creux du cycle conjoncturel. Les coûts salariaux unitaires augmentent fortement en 1992 ; l'ajustement de l'emploi reste en partie à effectuer. Par ailleurs, l'ajustement des stocks s'avère plus lent que prévu.

L'investissement baisse de 4,7 %. Dans l'industrie, les capacités de production sont jugées largement excédentaires, face à une demande en net ralentissement. Par ailleurs, malgré le bas niveau des taux d'intérêt à long terme, le financement de l'investissement se révèle de plus en plus difficile, en raison de la baisse des profits, de l'augmentation du coût du capital et du comportement plus rigoureux des banques face à la montée des créances douteuses.

Le ralentissement de l'emploi depuis le début de l'année se ré-

L'Accord de libre échange nord-américain (ALENA) (North America Free Trade Agreement, NAFTA)

L'Accord de libre échange nord-américain prévoit la création entre les Etats-Unis, le Mexique et le Canada d'un marché de libre échange de 360 millions d'habitants avec un PIB de 6400 Mds de \$. Conclu le 12 août et signé le 17 décembre 1992, il ne prendra effet qu'après avoir été ratifié par les trois pays. Son entrée en vigueur s'échelonnera sur quinze ans à partir du 1er janvier 1994.

L'ALENA prévoit la suppression progressive des barrières aux échanges de biens et services. Il ne s'applique cependant qu'aux produits fabriqués majoritairement sur le continent nord-américain (62,5 % dans le cas de l'automobile). Selon l'ALENA, les trois pays élimineront totalement d'ici dix ans les restrictions affectant les importations de textiles et d'habillement. Les deux tiers des exportations américaines de produits agricoles et industriels vers le Mexique s'effectueront sans droits de

douane d'ici cinq ans. L'accord prévoit l'ouverture des marchés mexicains des télécommunications et des services financiers. Enfin, les contraintes touchant les investissements directs étrangers au Mexique (obligeant les entreprises s'installant au Mexique à exporter une certaine partie de leur production) seront supprimées.

Actuellement, la moyenne des droits de douane est de 10 % au Mexique et de 4 % aux Etats-Unis. La suppression des barrières entraînera probablement l'accélération des échanges entre ces deux pays. Déjà de 1986 à 1991, les exportations américaines en direction du Mexique ont augmenté de 12,4 Mds de \$ (6,1 % du total) à 33,3 Mds de \$ (8,4 % du total), soit deux fois plus que les exportations américaines en direction du reste du monde. Quant aux importations, elles ont augmenté de 17,6 Mds de \$ (4,6 % du total des importations) à 31,8 Mds de \$ (6,3 %).

percuté sur les revenus distribués aux ménages. Les salaires s'infléchissent. La faible inflation permet cependant d'augmenter de l'ordre de 2,7 % le pouvoir d'achat des ménages, ce qui explique la progression encore soutenue de la consommation privée.

L'excédent commercial continue à croître (132 Mds de \$ en 1992). Mais il est plutôt dû à l'amélioration des termes de l'échange qu'aux évolutions en volume. Confrontées à l'affaiblissement de la demande intérieure, les entreprises japonaises se tournent vers l'extérieur, notamment l'Europe et l'Asie, tout en donnant la priorité à la restauration de leurs marges. Importateur net de capitaux à long terme en 1991 (38 Mds de \$), le Japon redevient exportateur net en 1992, (environ 24 Mds de \$).

Ce solde, plus faible que ceux de 1989 et 1990, reflète principalement la baisse des achats des non-résidents sur le marché boursier et la reprise des investissements de portefeuille des résidents, essentiellement en Asie du Sud-Est et peu aux Etats-Unis.

En réponse au ralentissement de l'économie, au déclin de la confiance et à la chute de la bourse, la Banque du Japon baisse d'abord son taux d'escompte de 0,5 point à 3,25 % fin juillet. Cette mesure, jugée insuffisante, est suivie par un plan de relance de 10 700 milliards de yens, présenté fin août et voté par le parlement en décembre. L'essentiel de son impact devrait porter sur 1993, et concerner seulement certains secteurs spécifiques (travaux publics, banques). Dès 1992, l'annonce de ce plan et l'anticipation de ses effets sur les bilans bancaires permettent d'arrêter la chute de la bourse. L'indice Nikkei, qui était passé en-deçà des

14 000, se maintient depuis septembre entre 16 000 et 17 000.

L'Europe subit encore les répercussions de l'unification allemande

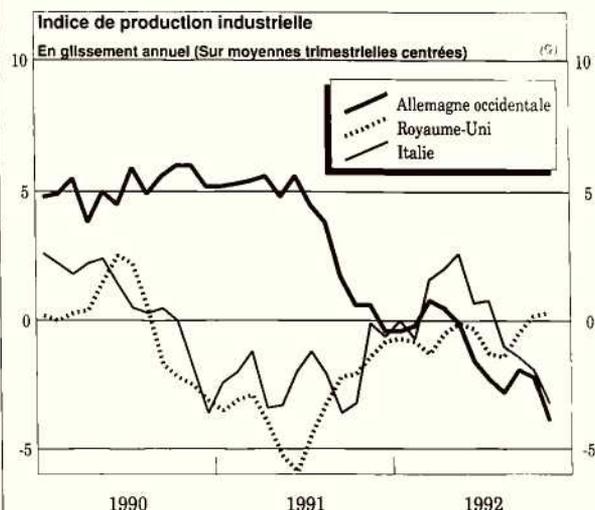
L'Europe connaît un net ralentissement en 1992, avec vraisemblablement un recul de l'activité industrielle en fin d'année. L'activité économique y aura été fortement influencée par l'Allemagne.

La dégradation de la demande intérieure allemande se répercute sur la demande extérieure des autres pays européens, qui avaient largement profité de l'expansion liée à l'unification et à la politique budgétaire qui l'accompagnait.

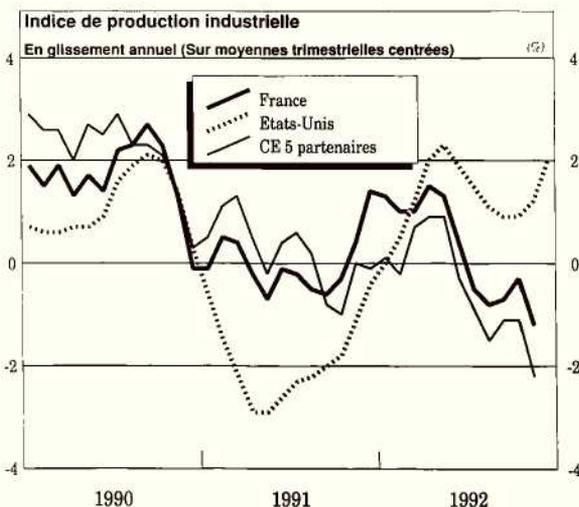
D'autre part, la politique monétaire restrictive allemande conduit dans toute la Communauté à des taux réels à court terme élevés pour une période de basse conjoncture.

Par ailleurs, au cours de l'été, l'annonce de programmes de restriction budgétaire dans certains pays européens (Belgique, Pays-Bas, Italie, Espagne) et les incertitudes de change contribuent également à la détérioration du climat conjoncturel en Europe, et notamment des anticipations des entreprises.

De ce fait, la baisse presque générale de l'investissement, qui s'accroît au second semestre, contribue nettement au ralentissement européen. La consommation privée ralentit moins, en dépit de la hausse du taux d'épargne des ménages. Ces derniers gagnent en effet du pouvoir d'achat grâce à une désinflation plus forte que prévue (sauf en Allemagne).



Le redémarrage de l'activité aux Etats-Unis s'avère plus progressif qu'on ne le prévoyait. L'Allemagne rentre en récession en cours d'année.



L'Allemagne occidentale rentre en récession

En 1992, la croissance ralentit fortement en Allemagne occidentale. Elle est négative depuis la mi-1991. Ce recul s'interrompt seulement au premier trimestre 1992, pour une large part en raison de facteurs exceptionnels (nombre de jours ouvrables, hiver doux). Selon une première estimation du DIW, la croissance du PIB en 1992 serait d'environ 1,5 %, et celle du PNB de 0,8 %. La différence tient à la prise en compte

dans le PIB de l'activité des "Pendler" (Allemands des nouveaux Länder travaillant dans les anciens Länder), et surtout aux sorties massives de capitaux allemands vers le Luxembourg. Le recul de la production industrielle manufacturière (-5,0% en glissement annuel) affecte tous les secteurs, mais il est plus accentué dans celui des biens d'équipement.

De fait, c'est l'investissement non résidentiel qui contribue le plus au ralentissement de la demande intérieure. L'essoufflement du boom de l'unification, la détérioration des anticipations des entreprises (qui s'accroît en octobre), et la baisse des profits expliquent le recul de l'investissement des entreprises (6 % en volume). Les soldes d'opinion sur l'activité dans le secteur des biens d'équipement atteignent leurs minima de 1975, voire les dépassent.

La disparition des tensions sur les capacités de production dans l'industrie finit par se répercuter sur l'emploi : le chômage atteint 2 millions de personnes à la fin de 1992 (contre 1,7 million à la fin de 1991) et le taux de chômage s'élève à 6,6 % en décembre (contre 5,8 % en décembre 1991). Cette dégradation du marché de l'emploi et les inquiétudes soulevées par le financement de l'unification affectent la confiance des consommateurs quant à leur pouvoir d'achat futur. En fin d'année, la politique salariale réagit clairement à la politique monétaire : les derniers accords salariaux conclus prévoient des augmentations modérées, de l'ordre de 3 à 4%, alors que l'inflation se maintient en décembre à 3,7% après être passée par un pic de 4,8% en mars 1992.

Ces tensions inflationnistes, nées de la relance budgétaire pratiquée depuis 1990 et de la demande liée à l'unification,

sont la cible d'une politique monétaire restrictive. Celle-ci contribue à retourner les anticipations des agents.

Ce recul de la confiance pèse sur la consommation privée, qui ne progresse pas aussi vivement qu'on ne l'escomptait : malgré la suppression du prélèvement pour l'unification en juillet 1992 et la perspective d'une augmentation de la TVA en janvier 1993, les ventes au détail continuent à diminuer en fin d'année. Le revenu disponible des ménages augmente d'environ 5 % en valeur, mais c'est l'épargne qui s'accroît, le taux d'épargne atteignant 14,5 % du revenu disponible au troisième trimestre, après 13,1 % au premier.

La contribution des échanges extérieurs à la croissance est positive aux deuxième et troisième trimestres, du fait du ralentissement des importations. Sur les dix premiers mois de l'année, celles-ci reculent en valeur de 1,4 % en glissement annuel. Les exportations n'augmentent que de 1,8 % en glissement annuel, particulièrement touchées par le ralentissement de la demande en Europe. Elles augmentent toutefois plus fortement en direction des Etats-Unis (de l'ordre de 14 % sur les dix premiers mois de 1992).

La transition reste lente en Allemagne orientale

Le ralentissement dans les anciens Länder pénalise l'activité dans la partie orientale de l'Allemagne. Les investissements des entreprises occidentales s'avèrent moins importants que prévu, alors que la reconstruction de l'outil de production est lente, et que les marchés intérieurs et extérieurs restent à reconquérir.

La situation ne s'améliore pas sensiblement en 1992. Le recul de la production est interrompu, mais la situation des entreprises demeure précaire, face à la dégradation de la demande mondiale. La production industrielle reste handicapée par des coûts salariaux qui augmentent de 14 % en 1992, beaucoup plus rapidement qu'en Allemagne occidentale. Les profits des entreprises en sont fortement affectés, et l'investissement est faible.

L'emploi recule dans l'industrie, alors qu'il augmente légèrement dans les secteurs des services et de la construction. Le taux de chômage est de 13,4 % en novembre 1992. Le nombre de sans-emploi passe par un maximum début 1992 (1,34 million), et décroît ensuite tout au long de l'année (1,09 million à la fin de 1992). Il en est de même des travailleurs à temps partiel dont le nombre passe d'un million en décembre 1991 à 233 000 en décembre 1992.

La reconstruction de l'Allemagne orientale dépend fortement des transferts et des investissements en provenance de l'ouest. Les projets d'investissements privés sont revus à la baisse en cours d'année. Les transferts publics nets atteignent 160 Mds de DM en 1992, soit 6 % du PNB ouest-allemand mais environ 70 % du PNB est-allemand. Seulement 25% de ce montant est affecté à l'investissement ou à des aides à l'investissement. Ces transferts grèvent fortement le budget de l'Etat, et le déficit public atteint 120 à 130 Mds de DM en 1992. Le gouvernement prépare donc en fin d'année un pacte de solidarité. Ce pacte comprend des mesures de restrictions de dépenses et d'augmentation de taxes, et recherche un consensus général sur un partage équitable du financement de l'unification.

DEMANDE MONDIALE DE PRODUITS MANUFACTURÉS ADRESSÉE À LA FRANCE

(volume, évolution en %)

1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992		Glissements semestriels			
								1991		1992	
								1er S.	2nd S.	1er S.	2nd S.
7,0	9,9	10,5	9,9	8,9	7,3	3,1	C.E.E. *	3,2	1,0	1,1	0,7
7,1	21,6	-0,6	8,4	7,7	6,8	3,9	Principaux pays de l'OCDE **	2,4	2,2	1,1	1,4
-11,0	-10,8	10,1	15,5	-8,0	33,2	1,9	Est	36,6	14,1	-7,0	5,0
-20,3	-14,6	1,6	3,9	7,4	9,8	5,7	OPEP	9,6	8,8	1,8	-1,7
-5,3	-0,1	6,9	8,0	5,5	5,3	9,0	PVD	3,4	6,8	1,8	4,9
3,3	6,9	9,7	9,5	6,9	6,4	4,1	Monde	3,5	3,7	0,6	1,9

* CEE à 5 jusqu'en 1991 (Allem. RU. Italie. Belgique. Pays-Bas)
CEE à 6 en 1992 (les mêmes + l'Espagne)

** 8 pays jusqu'en 1991 (Alle. RU. Italie, Belgique. Pays Bas. E.U. Japon. Canada)
9 pays en 1992 (les mêmes + l'Espagne)

Le Royaume-Uni en récession sort du SME

Le Royaume-Uni connaît la récession la plus longue et la plus forte de son histoire d'après-guerre, et l'une des plus fortes des pays de l'OCDE. Entre le début de la récession (troisième trimestre 1990) et le troisième trimestre 1992, le PIB baisse de 4,3 %.

Le surendettement des ménages et la déflation des actifs qui en est résultée rend difficile une augmentation des taux à court terme, qui se répercutent directement sur les taux d'intérêt hypothécaires et donc sur la charge du service de la dette. Dans ce contexte, la livre sort du SME en septembre. De là à la fin d'année, le taux de base baisse de 3 points pour passer à 7 %. Avant de retrouver ainsi une autonomie monétaire, le Royaume-Uni avait entrepris une relance budgétaire correspondant, selon l'OCDE, à 2 points de PIB en 1992.

La désinflation se poursuit tout au long de l'année, sous l'effet conjugué de la décélération des coûts unitaires et de la faiblesse de la demande. En dépit de gains sensibles de pouvoir

d'achat (de l'ordre de 2 %), les ménages, craignant la montée du chômage et la revente forcée de leurs logements dont le prix a fortement baissé, augmentent leur taux d'épargne, qui passe de 10 % à la fin de 1991 à 12,3 % au troisième trimestre de 1992, alors que la consommation privée stagne. Grâce à l'amélioration de leur situation financière, les entreprises peuvent augmenter leurs investissements dès le deuxième trimestre. En revanche, l'investissement résidentiel reste déprimé. Au total, ce sont les échanges extérieurs qui contribuent le plus à la baisse du PIB durant toute l'année 1992, reflétant notamment un taux de change réel inadapté.

La croissance européenne stagne

Dans les autres pays européens, la croissance se maintient aux alentours de 1 % en 1992, comme en 1991.

La production industrielle recule en Italie, en Espagne et en Belgique depuis le milieu de l'année. Sa progression ralentit aux Pays-Bas. Les taux d'utilisation des capacités de production reculent d'environ 1 point entre

la fin de 1991 et la fin de 1992. La forte baisse des dépenses d'investissement en 1992 (-9 % en volume en Italie et en Espagne, -7 % aux Pays-Bas) est accélérée par le retournement des perspectives en milieu d'année.

Le chômage progresse fortement, notamment en Italie et en Belgique. La progression des salaires nominaux ralentit, surtout en Italie où la suppression de la "scala mobile" et des mesures de restrictions salariales ramènent la hausse des salaires horaires contractuels de 10,9 % en septembre 1991 à 4 % en septembre 1992. Les gains de pouvoir d'achat des ménages se réduisent, et la consommation privée ralentit, essentiellement au second semestre, tout en restant la composante de la demande la plus dynamique avec les exportations.

La demande extérieure contribue moins à la croissance qu'en 1991. Jusqu'à la crise monétaire de septembre, l'Espagne et l'Italie sont handicapées par l'appréciation réelle de leurs monnaies vis-à-vis des autres membres du SME. La Belgique et les Pays-Bas subissent les effets de la baisse de la demande allemande, et du ralentissement de leurs autres voisins européens.

La demande adressée à la France ralentit fortement en 1992

La demande mondiale de produits manufacturés adressée à la France ralentit de plus de 2 points en 1992, alors que le commerce mondial accélère de 1 point.

Contrairement à 1991, la France est pénalisée en 1992 par la spécialisation géographique de ses échanges extérieurs, et notamment par leur orientation vers les pays européens. En effet, jusqu'en début d'année, la France profite de l'unification de l'Allemagne, dont les importations croissent fortement, dopant ainsi l'activité des autres pays européens. Par la suite, la demande en provenance des

pays de la Communauté s'affaiblit avec le ralentissement prononcé de la demande intérieure allemande, qui n'est que très partiellement compensé par le dynamisme des importations des Etats-Unis et des pays d'Asie du Sud-Est. Par ailleurs, en dépit des baisses conjuguées du baril du pétrole et du dollar, la demande des pays de l'OPEP reste soutenue. ■

PIB/PNB DES PRINCIPAUX PAYS INDUSTRIALISÉS

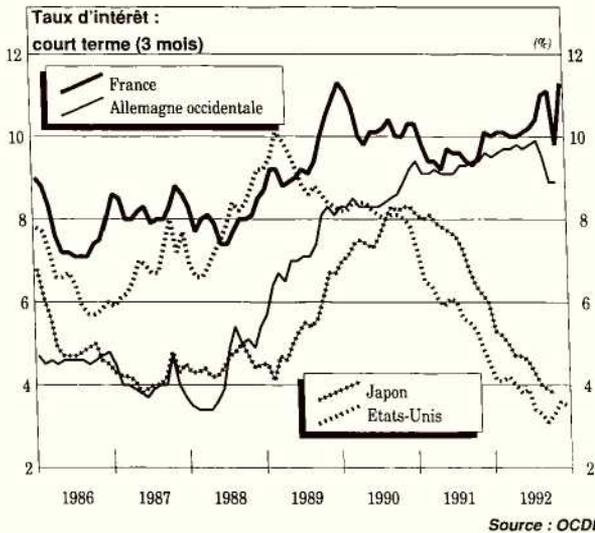
(Variations sur la période, en taux annualisés)

1988	1989	1990	1991	1992*		1991				1992				
						1er T	2ème T	3ème T	4ème T	1er T	2ème T	3ème T	4ème T	
ÉTATS-UNIS														
3,9	2,5	0,8	-1,2	2,1	PIB (en \$ 87)	-0,8	0,4	0,3	0,1	0,7	0,4	0,8	0,9	
3,7	3,7	3,1	-0,1	9,5	Importations	-3,9	3,7	4,0	1,0	0,9	3,5	3,5	1,1	
3,6	1,9	1,2	-0,6	2,2	Consommation privée	-0,8	0,5	0,4	-0,1	1,2	-0,0	0,9	1,1	
0,6	1,5	3,3	1,2	-0,3	Consommation publique	0,7	0,1	-0,6	-0,8	0,4	-0,3	0,9	-0,4	
4,2	0,4	-3,1	-8,5	5,6	FBCF totale	-5,1	-0,2	0,2	-0,3	1,8	3,6	0,6	3,5	
3,0	1,9	0,3	-1,8	2,5	Demande intérieure totale	-1,1	0,4	0,6	-0,1	0,7	0,8	1,0	1,0	
15,8	11,3	8,7	5,8	5,9	Exportations	-1,3	3,9	1,5	3,2	0,7	-0,4	2,2	0,9	
JAPON														
6,3	4,8	4,8	4,1	(1,6)	PNB (en Yens 85)	1,6	0,6	0,5	0,5	1,0	0,0	-0,4		
21,4	22,1	12,0	-2,8	(-2,5)	Importations	-1,4	-1,4	2,7	-1,0	0,2	-4,4	0,8		
5,2	4,3	4,0	2,2	(1,9)	Consommation privée	0,3	1,2	0,8	0,6	1,0	-0,8	0,7		
2,2	2,0	1,9	1,7	(2,3)	Consommation publique	0,9	-1,1	-0,9	1,4	1,2	0,7	0,5		
12,2	9,2	9,0	3,1	(-0,8)	FBCF totale	0,9	0,1	-1,1	-0,5	0,4	0,9	-2,1		
7,6	5,8	5,1	2,7	(0,8)	Demande intérieure totale	0,9	0,6	0,4	0,0	1,0	-0,4	-0,4		
10,7	15,0	10,6	4,8	(1,9)	Exportations	2,7	-1,4	2,9	1,5	0,5	-1,7	0,9		
ALLEMAGNE OCCIDENTALE														
3,5	4,0	5,0	3,6	(0,6)	PNB (en DM 85)	2,1	-0,1	-0,1	-0,5	1,9	-0,2	-1,3		
5,6	8,8	12,4	12,1	(3,5)	Importations	2,3	1,3	0,4	2,2	2,7	-3,2	2,3		
2,5	3,0	5,3	3,6	(0,4)	Consommation privée	2,6	0,2	-2,3	1,4	1,4	-0,9	-0,6		
2,2	-1,6	2,4	0,5	(2,6)	Consommation publique	0,7	0,8	0,6	0,0	2,1	0,1	-0,2		
4,3	6,4	9,2	6,5	(1,5)	FBCF totale	8,1	-1,4	-0,7	-2,3	8,7	-4,3	-2,2		
ALLEMAGNE														
			0,7	1,1	PNB (en DM 91)									
ROYAUME-UNI														
4,4	2,1	0,5	-2,2	(-1,0)	PIB (en £ 85)	-0,5	-0,7	0,2	-0,1	-0,7	-0,2	0,1		
12,2	7,4	1,0	-3,1	(5,7)	Importations	-2,5	1,4	0,7	0,6	2,6	2,6	-0,2		
7,4	3,3	0,7	-2,0	(-0,3)	Consommation privée	-0,6	-1,2	-0,1	-0,0	-0,5	0,5	0,4		
0,6	0,9	3,2	2,7	(0,0)	Consommation publique	0,1	3,0	-0,9	-0,8	0,2	1,0	-1,2		
14,2	7,2	-3,1	-10,1	(-0,4)	FBCF totale	-2,3	-3,4	0,4	-0,4	1,2	-0,8	-0,1		
8,0	3,3	-0,5	-3,2	(0,2)	Demande intérieure totale	-0,7	-1,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3		
-0,1	3,8	4,9	0,2	(2,0)	Exportations	-2,1	3,4	0,7	0,2	0,0	1,5	-0,9		
ITALIE														
4,1	2,9	2,2	1,4	(1,1)	PIB (en Lires 85)	0,4	0,5	0,2	0,6	0,6	0,2	-0,6		
6,8	7,6	7,9	2,9	(5,7)	Importations	-0,8	2,5	1,1	1,2	4,3	-0,7	-0,4		
4,2	3,5	2,8	2,8	(1,9)	Consommation privée	0,6	0,7	0,3	0,9	0,5	0,5	-0,1		
2,8	0,8	1,3	1,7	(0,9)	Consommation publique	0,4	0,5	0,3	0,3	0,3	0,2	0,0		
6,9	4,3	3,3	0,9	(-1,5)	FBCF totale	-0,9	1,5	2,5	0,4	-1,4	-2,0	-0,8		
4,4	2,8	2,4	2,3	(1,2)	Demande intérieure totale	0,4	1,8	0,7	0,2	0,4	0,9	-1,6		
5,4	8,8	7,8	-0,8	(6,3)	Exportations	-1,1	-2,8	-0,8	3,2	5,8	-3,7	4,1		
FRANCE														
4,5	4,1	2,2	1,0	1,8	PIB (en F 80)	-0,1	0,7	0,9	0,2	0,7	0,3	0,4	-0,3	
8,6	8,2	6,5	2,9	1,4	Importations	0,7	-1,1	3,1	-0,8	1,5	-2,2	1,9	-0,2	
3,3	3,3	2,9	1,5	1,9	Consommation privée	0,3	0,8	0,1	0,8	0,5	-0,1	0,9	0,7	
3,4	0,3	1,9	2,9	2,5	Consommation publique	0,9	0,7	0,9	0,2	0,6	0,7	0,8	0,6	
9,6	7,0	2,9	-1,4	-1,9	FBCF totale	-0,9	0,1	-0,0	-0,9	0,2	-1,3	-0,4	-1,1	
4,7	2,7	2,5	0,8	1,0	Demande intérieure totale	0,3	-0,2	1,1	-0,4	0,6	-0,4	0,8	0,0	
8,1	10,2	5,5	3,6	4,7	Exportations	-0,9	2,1	2,7	1,4	1,8	0,2	0,4	-1,4	

Sources : Comptes nationaux trimestriels pour la France, DIW pour l'Allemagne totale, OCDE pour les autres

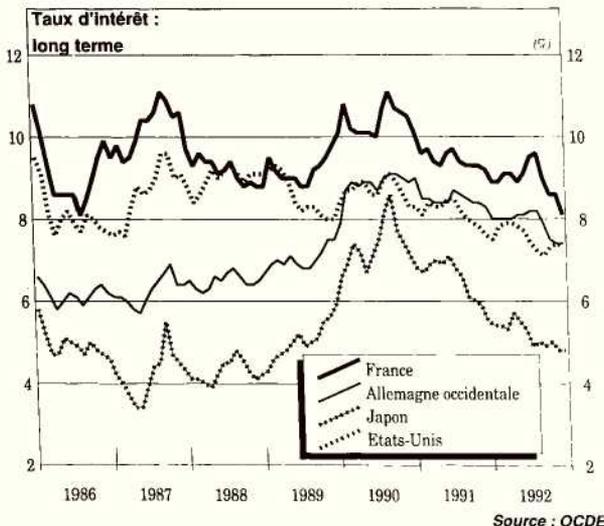
* Les chiffres entre parenthèses indiquent l'acquis de croissance au 3ème trimestre.

Politiques monétaires et de change



L'écart entre les taux à trois mois allemand et américain culmine à 6,6 points en août.

Les taux à long terme continuent à baisser en 1992 malgré les perturbations liées à la crise de change européenne



cart entre les taux à long et à court terme reste proche de 4 points.

A l'opposé, en Allemagne, la Bundesbank durcit sa politique pour contenir les tensions inflationnistes manifestées notamment par la croissance de la masse monétaire et la progression du crédit. Elle relève ainsi son taux d'escompte de 8 à 8,75 % le 16 juillet. Cependant, elle laisse le taux lombard à 9,75 % depuis le 20 décembre 1991, afin de ne pas perturber le marché des changes. Mais depuis le mois d'avril, le FIBOR à trois mois approche déjà de 9,8 %. Il atteint 9,88 % en août, avec un maximum à 9,93 % le 19 août. L'inversion de la courbe des taux s'accroît donc. En moyenne mensuelle, le taux de rendement sur le marché secondaire des obligations du secteur public de 7 à 15 ans ne dépasse pas 8,20 %.

A l'issue des huit premiers mois de 1992, les écarts de taux d'intérêt atteignent des extrêmes historiques de part et d'autre de l'Atlantique ; l'écart entre ces extrêmes contribue à déclencher, à l'automne, la crise de change au sein du SME.

Les taux d'intérêt atteignent des extrêmes historiques de part et d'autre de l'Atlantique

A ux Etats-Unis, le Federal Reserve Board assouplit sa politique en réaction notamment aux statistiques de l'emploi témoignant de la faiblesse de la reprise. Il ramène progressivement à 3 % son taux d'escompte et son objectif opérationnel sur le marché des fed funds. Le premier, abaissé à 3,5 % le 20 décembre 1991, est ramené à 3 % le 2 juillet 1992. Le second, établi à 4 % en début d'année, est réduit d'un point entre le 9 avril et le 4 septembre.

Cette politique expansive accroît vivement la tension de la courbe des taux américaine. Est en moyenne sur juillet, le taux des certificats de dépôts d'un montant important à terme de trois mois auprès des banques commerciales se limite à 3,37 %, alors que le taux de rendement composite des obligations du gouvernement fédéral de 6 à 10 ans atteint 7,40 %. Jusqu'en octobre, l'é-

Les écarts de taux d'intérêt affaiblissent le dollar et renforcent le deutschemark

L'écart des taux à long terme allemand et américain reste donc faible, malgré une pointe au-delà de 1 point en août. Mais entre les taux à trois mois, l'écart culmine à 6,6 points en août. De plus, une nouvelle baisse des taux directeurs américains est alors anticipée.

En raison de leur ampleur, ces écarts, réalisés ou anticipés, dominent le marché des changes à partir du deuxième trimestre. Au premier trimestre, le dollar avait bénéficié d'une succession de signaux économiques favorables aux Etats-Unis. Il s'était redressé de 1,51 DM (5,18 F) le 23 décembre 1991 à 1,68 DM (5,70 F) le 20 mars 1992. Mais ensuite, il glisse jusqu'au mini-

mum historique de 1,39 DM (4,74 F) le 2 septembre.

Symétriquement, le deutschemark se renforce, non seulement vis-à-vis du dollar, mais encore, à partir de mai, vis-à-vis des autres monnaies du SME. Pour un cours-pivot de 3,35 F et un cours-plafond de 3,43 F, il cote 3,36 F le 13 mai et 3,42 F le 17 septembre. Le deutschemark profite généralement plus que les autres monnaies européennes d'un affaiblissement de la devise américaine.

La crédibilité capitalisée par le SME est mise à l'épreuve en 1992

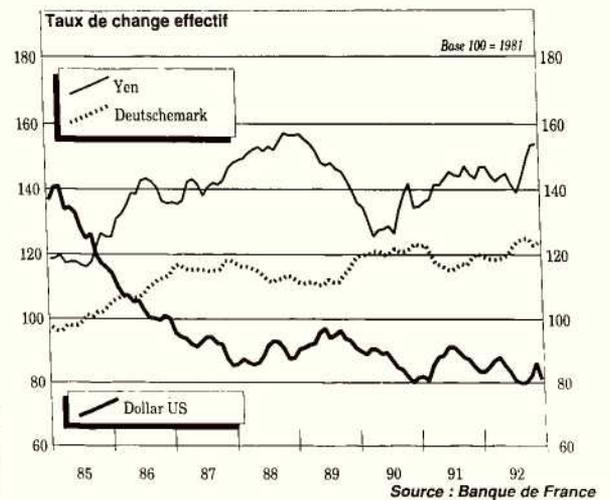
Des marges de manoeuvre monétaires avaient été dégagées pour les Etats membres par un surcroît de crédibilité du SME et de ses monnaies. D'une part, le dernier ajustement général des parités au sein du SME remontait à janvier 1987, et la plupart des monnaies européennes se rattachaient officiellement ou officieusement, soit au deutschemark, soit à l'Ecu. D'autre part, le traité de Maastricht, qui prévoit l'union économique et monétaire européenne, a été adopté à la fin de 1991 et signé le 7 février 1992. Aussi le marché privé de l'Ecu se développait-il au point de faire de ce panier de monnaies la première devise européenne pour les émissions internationales d'obligations, en 1991 et encore jusqu'en mai 1992.

Cependant, cette crédibilité est affectée par la révélation de réticences au sein des populations à l'égard de l'intégration monétaire européenne, et par la prise de conscience de la difficulté à concilier changes fixes, libre circulation des capitaux et indépendance des politiques

monétaires. Jusqu'au Conseil européen d'Edimbourg (11 et 12 décembre), le référendum négatif au Danemark (2 juin) semble remettre en cause l'ensemble du processus. L'annonce, le lendemain même, d'un référendum en France, et l'évolution ultérieure de l'opinion française, approfondissent progressivement l'expectative dans laquelle sont plongés les marchés.

Or l'Allemagne se distingue en Europe par des tensions inflationnistes nées de l'unification de 1990. Faute de maîtrise des revenus et de prise en compte de ces tensions par la politique budgétaire, la lutte contre l'inflation repose sur le niveau élevé des taux d'intérêt. La conjoncture des autres pays européens pourrait justifier une politique monétaire plus proche de celle des Etats-Unis que de celle de l'Allemagne. Ils utilisent de fait au maximum jusqu'en mai les marges de manoeuvre laissées par l'écart entre leurs taux d'intérêt et les taux allemands. Les pays du Benelux peuvent encore abaisser des taux directeurs déjà inférieurs aux taux allemands (de 9,40 à 9,30 % en février). L'Espagne et le Portugal réduisent leurs taux directeurs en février et en avril. Le Royaume-Uni et l'Irlande abaissent les leurs en mai.

Le mouvement de détente monétaire s'inverse alors dans tous les pays européens sauf au Portugal, qui réduit par deux fois en août des taux directeurs très élevés. Les taux d'intervention avaient été relevés en Finlande en mai. Ils le sont en juin au Danemark, bien sûr, et en Italie. En juillet, le relèvement du taux de l'escompte allemand est suivi, au moins partiellement, par les pays du Benelux, l'Autriche, l'Italie et l'Espagne, mais non par la France, qui peut alors maintenir ses taux directeurs.



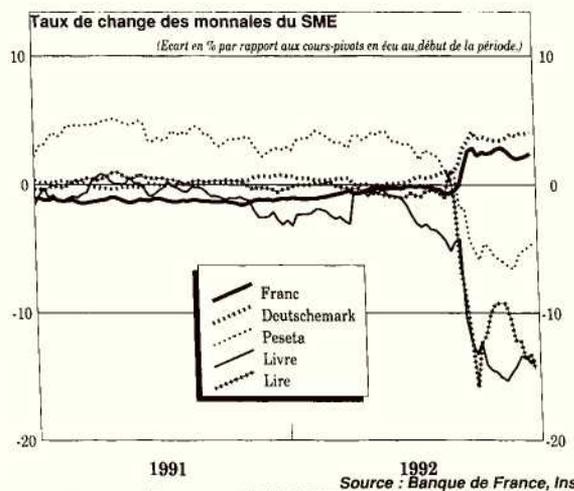
Certaines monnaies européennes ne peuvent suivre l'appréciation du mark

Le dollar glisse aux deuxième et troisième trimestres, jusqu'au minimum historique de 1,39 DM le 2 septembre.

C'est dans ce contexte de fragilisation que l'objectif des fed funds est réduit d'un quart de point supplémentaire, rejoignant le taux de l'escompte à 3 %, alors que le taux lombard de la Bundesbank demeure à 9,75 %. Le report de capitaux flottants sur le deutschemark avive alors les tensions au sein du SME, et ouvre la crise des changes en Europe.

Les monnaies nordiques s'étaient rattachées unilatéralement à l'Ecu en octobre 1990 (couronne norvégienne), mai 1991 (couronne suédoise) et juin 1991 (mark finlandais). Mais la défense de leurs parités incombait

La lire et la livre "suspendent leur participation" au SME. D'autres monnaies sont dévaluées. Le franc maintient son appartenance au noyau dur du SME.



CHRONOLOGIE DE LA CRISE DU SME

- 2 juin 1992 : le référendum danois sur le traité de Maastricht donne une courte majorité au "non".
- 2 juillet : la Réserve Fédérale baisse son taux d'escompte à 3 % (contre 3,50 % précédemment).
- 16 juillet : la Bundesbank relève son taux d'escompte (8,75 % contre 8 %), mais maintient son taux Lombard à 9,75 %.
- mi-juillet - fin août : l'affaiblissement du dollar vis-à-vis du mark s'accélère ; la livre sterling, la lire, la peseta et l'escudo sont soumis à des pressions spéculatives.
- 28 août : le comité monétaire de la CE déclare que, dans la situation présente, un changement des cours centraux ne serait pas une réponse appropriée aux tensions du SME.
- 2 septembre : le dollar touche son plus bas niveau historique contre le mark (1 USD = 1,3880 DEM) et ne vaut plus que 4,738 francs.
- 4 septembre : l'objectif des fed funds est réduit à 3 % (contre 3,25 %).
- 6 septembre : le Conseil ECOFIN, réuni à Bath, déclare qu'il reste hostile à un réaménagement au sein du SME.
- 8 septembre : le mark finlandais, auparavant rattaché à l'Ecu, est mis en flottement ; la couronne suédoise est attaquée.
- 13 septembre : premier réaménagement : la lire italienne est dévaluée de 3,5 % et toutes les autres monnaies participantes sont réévaluées de 3,5 %.
- 14 septembre : la Bundesbank réduit le taux d'escompte à 8,25 % (contre 8,75 %) et le taux Lombard à 9,50 % (contre 9,75 %).
- 16 septembre : deuxième réaménagement : la peseta est dévaluée de 5 % ; la lire et la livre suspendent leur participation au mécanisme de change.
- 20 septembre : le référendum français sur le traité de Maastricht donne une courte majorité au "oui".
- 21-23 septembre : des pressions s'exercent contre le franc (1 DEM = 3,41 FRF).
- 23 septembre : les autorités monétaires françaises et allemandes publient un communiqué commun : "les gouvernements et les banques centrales de France et d'Allemagne ont conclu que les cours-pivots actuels entre leurs devises reflètent correctement la situation réelle de leurs économies et qu'aucun changement des cours centraux n'est justifié".
- 23 septembre : la Banque de France relève de 10,5 % à 13 % son taux des prises en pension de 5 à 10 jours.
- 23 septembre : la Bundesbank annonce qu'elle achète des francs.
- fin septembre : le franc se raffermi (1 DEM = 3,38 FRF le 30).
- 29 octobre : en liaison avec la bonne tenue du franc, la Banque de France ramène à son niveau initial son taux des pensions de 5 à 10 jours (10,5 % contre 13 %).
- 2 et 12 novembre : la Banque de France réduit ses taux directeurs d'un demi-point en deux étapes (taux des appels d'offres : 9,10 % ; taux des prises en pension : 10 %).
- 19 novembre : la couronne suédoise est mise en flottement.
- 23 novembre : troisième réaménagement : la peseta et l'escudo sont dévalués de 6 %.
- 10 décembre : la couronne norvégienne est mise en flottement.
- mi-décembre-fin décembre : le SME est soumis à de nouvelles tensions.
- 30 janvier 1993 : quatrième réaménagement : la livre irlandaise est dévaluée de 10 %.

COURS DES DEVISES EN FRANCS

Niveaux annuels				Niveaux trimestriels							
1990	1991	1992		1991				1992			
				1er T	2ème T	3ème T	4ème T	1er T	2ème T	3ème T	4ème T
5,45	5,64	5,29	Dollar	5,21	5,88	5,93	5,55	5,51	5,44	4,96	5,26
3,37	3,40	3,39	Deutschemark	3,40	3,39	3,40	3,41	3,40	3,37	3,39	3,39
3,77	4,19	4,18	Yen (100 yens)	3,89	4,25	4,34	4,29	4,29	4,17	3,97	4,28
6,93	6,98	6,84	Ecu	7,00	6,97	6,98	6,97	6,95	6,91	6,84	6,65

Source : Banque de France.

uniquement aux pays correspondants, faute de mécanismes de coopération similaires à ceux du SME. Cette fragilité attire d'abord la spéculation sur ces monnaies. La Finlande cède rapidement. La Suède surmonte la crise de septembre au prix d'un taux marginal de 500 % pendant une semaine, mais doit renoncer en novembre. La Norvège résiste mieux, mais décroche aussi, en décembre.

Sitôt après son succès contre le mark finlandais, la spéculation se retourne contre les monnaies jugées surévaluées au sein du SME. L'Italie et le Royaume-Uni doivent "suspender

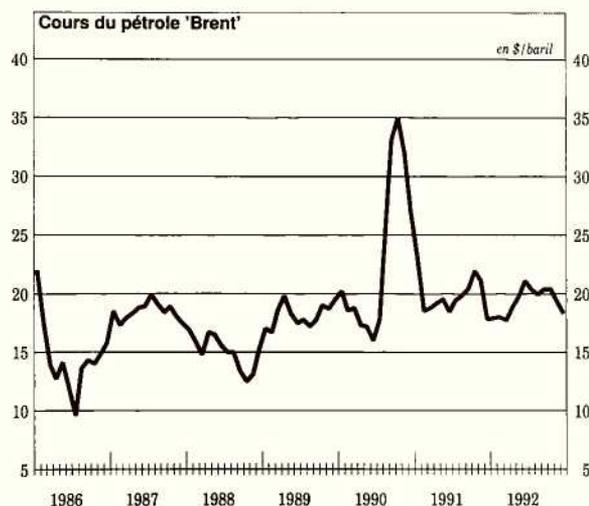
leur participation au mécanisme de change du SME" dès le 16 septembre.

Pour les autres monnaies, les mécanismes européens d'entraide et la détermination des autorités monétaires préservent le SME. Comme en 1971, les pays "périphériques" doivent compléter les relèvements de taux par le rétablissement d'un contrôle des changes. Mais deux éléments différencient 1992 de 1971. D'une part, ceux de ces pays qui appartiennent au SME ajustent leurs parités mais conservent le régime de changes stables, à la différence de l'Italie et du Royaume-Uni. D'autre

part, cette "périphérie" se limite en 1992 à l'Espagne, au Portugal, à l'Irlande et à la Grèce.

A l'issue de la crise, la France maintient son appartenance au noyau dur de l'Europe monétaire. L'écart de taux d'intérêt à court terme avec l'Allemagne s'est certes fortement accru à partir de septembre : il atteint 2,3 points en décembre 1992 contre 0,5 point un an auparavant. Mais l'écart de taux à long terme revient en revanche en décembre à 0,7 point (contre 0,9 un an auparavant), après s'être creusé pendant l'été (1,4 point en août). ■

Marchés de matières premières



Les cours du pétrole restent sous la barre de 20 \$ le baril.

Les cours mondiaux des matières premières continuent de baisser en 1992. Les prix en francs bénéficient en outre de la faiblesse du dollar. Les marchés internationaux réagissent en 1992 à la confrontation d'une demande plus faible que prévu à une offre non maîtrisée en raison des problèmes rencontrés par les diverses organisations pour faire respecter des politiques concertées. La complète désorganisation des économies

anciennement planifiées amplifie les évolutions sur les marchés.

Les cours du pétrole restent sous la barre des 20 \$ le baril

En moyenne annuelle, le "Brent" perd 0,5 \$ par rapport à l'année précédente (-3 %). La baisse est plus prononcée sur le marché des raffinés, notamment de l'essence et du gazole, dont les prix baissent de plus de 10 %, laminant ainsi les marges des raffineurs. Après un raffermissement en milieu d'année lié notamment à la reprise américaine, les cours reculent en fin d'année du fait de la faiblesse de la demande européenne et d'une production trop forte en raison des divisions au sein de l'OPEP.

Durant les trois premiers mois de l'année, les cours du pétrole de Mer du Nord (le "Brent") se situent généralement en dessous des 18 \$/BL, soit les niveaux les plus bas depuis la crise du Golfe. En effet, les craintes d'une rupture totale des approvisionnements de la CEI disparaissent : la chute de la production amorcée en 1988 et amplifiée par l'éclatement de

l'URSS fin 1991 se poursuit (-10 % en 1992), mais la faiblesse de la demande intérieure permet de dégager des disponibilités à l'exportation. Dès lors, la production des pays de l'OPEP s'avère excédentaire au regard d'une demande qui tarde à s'accroître.

Au deuxième trimestre, les menaces de sanctions à l'égard de la Libye, les anticipations de reprise de la demande dans l'OCDE et la faiblesse des stocks, notamment américains, entraînent un raffermissement des cours, qui se stabilisent autour de 20 \$ au troisième trimestre ; le panier OPEP avoisine 19 \$, soit un prix encore inférieur à l'objectif de 21 \$ défendu par l'Iran.

A Genève au mois de septembre, les dissensions au sein de l'OPEP se confirment entre l'Arabie Saoudite et l'Iran qui assurent à eux seuls près de la moitié de la production du cartel. Dès octobre, la production de l'OPEP dépasse de plus de 4 % le plafond précédemment retenu, alors que les estimations de demande en Europe sont revues à la baisse. L'excédent de production conduit à une baisse progressive des cours du "Brent" jusqu'à 18 \$ en fin d'année.

En 1992, en raison de la stagnation de la production aux Etats-Unis, de son faible accroissement en mer du Nord et du déclin continu de la production russe, l'OPEP gagne des parts de marché ; le cartel assure 40 % de la production mondiale.

COTATIONS DU PÉTROLE ET DES PRODUITS RAFFINÉS À ROTTERDAM

1989	1990	1991	1992		Niveaux trimestriels							
					1991				1992			
					1er T	2ème T	3ème T	4ème T	1er T	2ème T	3ème T	4ème T
18,16	23,26	19,87	19,36	en dollar / baril								
				Pétrole ('Brent' à livraison 1 mois)	20,2	19,1	19,9	20,3	17,9	20,0	20,2	19,3
				en dollar / tonne								
203,6	275,7	240,1	212,7	Super (15 % pb)	248,2	244,6	242,6	225,1	201,3	224,4	220,4	204,9
164,7	215,4	200,3	179,5	Gazole (0,3 % s)	234,7	178,8	188,6	198,9	166,5	180,0	182,9	188,5
88,1	98,2	76,3	82,0	Fioul lourd (3,5 % s)	89,9	66,9	69,4	79,2	68,3	77,2	85,7	97,0

La baisse des cours des matières premières industrielles ralentit

Les cours en dollars des matières premières industrielles baissent en moyenne de 4 % en 1992 après avoir chuté de 16 % en 1991. Après un raffermissement, les cours chutent au dernier trimestre faute de demande. Les facteurs d'offre accentuent plutôt le recul des prix, sauf sur les marchés où des accords internationaux sont respectés.

Les anticipations de reprise économique aux Etats-Unis favorisent une stabilisation des cours au premier trimestre. Puis, avec l'amélioration des indicateurs économiques américains, les cours se redressent pendant les deux trimestres suivants de 3 % et 2 %. Mais le ralentissement de l'activité au Japon et en Europe provoquent un repli de 10 % au dernier trimestre.

Par ailleurs, la progression continue des stocks de métaux non ferreux, due à l'accroissement considérable des exportations des pays de l'Est qui ont plus que doublé en 1992, pèse également sur les cours, plus particulièrement en fin d'année.

De même, l'augmentation de la production est à l'origine de la chute de près de 25 % en moyenne des cours du coton. En revanche, le respect, d'une part de l'accord international sur le caoutchouc, et d'autre part de l'engagement destiné à limiter les exportations de la part des membres de l'Association des pays producteurs d'étain et du Brésil (premier producteur mondial d'étain), permet le raffermissement des cours de ces matières premières.

COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES IMPORTÉES⁽¹⁾

(en dollars, évolution en %)

1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992				1992
						1er T	2ème T	3ème T	4ème T	
-5,2	30,6	40,5	-3,9	-11,3	-16,1	0,1	2,7	2,2	-10,2	-3,7
12,9	-14,5	17,9	-14,8	-16,9	-4,2	-5,9	-6,6	-1,3	7,8	-7,2

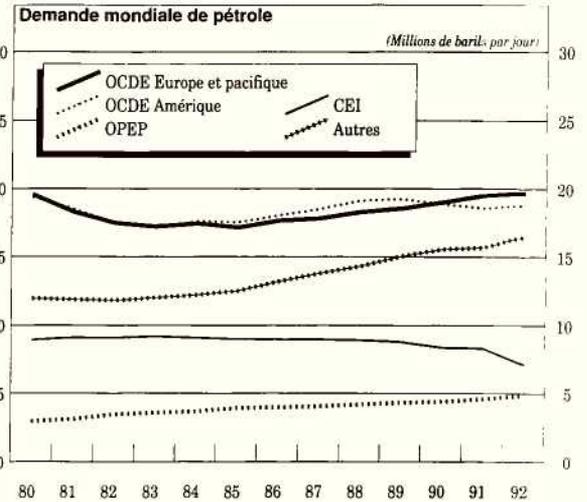
(1) Indicateur conjoncturel de la tendance des cotations au comptant ou au premier terme sur les grandes bourses internationales (Londres, New-York, Chicago, Sydney, Kuala Lumpur)

Les cours des matières premières alimentaires perdent en moyenne 7 %.

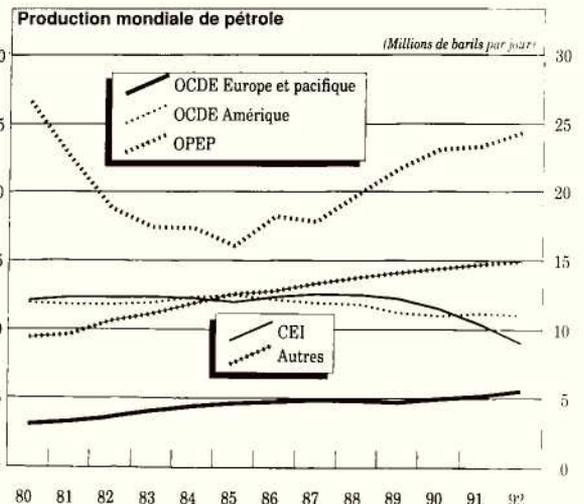
Les mouvements des cours du café contribuent largement tout au long de l'année à cette baisse. En raison d'une offre abondante et de stocks élevés, les cours atteignent en août leur point le plus bas depuis 1976. Depuis, ils se redressent en perspective d'une moindre récolte pour la campagne 1992-1993 et de la mise en place d'un nouvel accord international.

L'accord international sur le cacao, et le déficit de la campagne 1991-1992 après sept années consécutives de surplus, ne réussit pas à empêcher le repli de 11 % des cours. L'abondance des stocks, et la baisse de la demande en provenance des pays de l'Est ont un effet à la baisse sur les cours.

Les cours mondiaux du blé progressent en revanche de 21 % en moyenne annuelle. Cette hausse est due à la forte croissance de ces cours jusqu'au premier trimestre 1992, la demande étant alors soutenue par l'octroi de subventions et de crédits, notamment à la CEI. Les cours baissent ensuite en raison des incertitudes sur le renouvellement de ces crédits, et devant les perspectives d'un accroissement de l'offre américaine. Le revirement des anticipations sur ce dernier point entraîne une remontée des cours en fin d'année.



La demande européenne reste faible alors que celle en provenance des États-Unis se raffermie en milieu d'année. En 1992, en raison de la stagnation de la production aux États-Unis, de son faible accroissement en mer du Nord et du déclin continu de la production russe, l'OPEP gagne des parts de marché.



Échanges extérieurs de marchandises

En 1992, les échanges extérieurs de marchandises dégagent un excédent de plus de 30 Mds de F, en amélioration de 60 Mds par rapport à 1991. Cette amélioration fait suite à celle de 22 Mds déjà enregistrée l'année passée. Elle est obtenue par un recul des importations (-2,8 %) lié à la faiblesse de la demande intérieure, et par une croissance des exportations (2 %), qui, bien qu'en ralentissement par rapport à 1991, profitent en début d'année d'une demande mondiale soutenue et, au premier semestre, de gains de parts de marché.

Les trois grands soldes de marchandises contribuent cette année à l'amélioration globale. Celui des échanges de produits manufacturés s'améliore de 39 Mds. Il redevient excédentaire, mais reste toutefois loin des excédents enregistrés avant 1986. La facture énergétique se réduit de 14 Mds et est actuellement deux fois moindre qu'en 1986. L'excédent agro-alimentaire s'accroît de 9 Mds et poursuit sa montée en puissance depuis le début des années quatre-vingts.

L'amélioration du solde résulte principalement des volumes

Au total, les trois quarts de l'amélioration du solde résulte des évolutions en volume. Les importations en volume ralentissent (0,9 % après 3,0 %), tandis que les exportations accélèrent légèrement (4,8 % après 4 %). Des baisses sensibles de prix ont déprécié les valeurs. Elles reflètent une sévère concurrence, attisée par le ralentissement de la demande dans le monde.

La baisse des prix est l'élément prépondérant du recul des importations en valeur. La contribution des volumes, défavorable au solde, est en niveau moins élevée, malgré le recul de la demande intérieure en produits manufacturés.

Pour les exportations, les effets des volumes, soutenus par la demande mondiale sont prédominants. Ils sont en partie compensés par les baisses de prix. Les exportateurs privilégient en 1992 les gains de parts

de marché, par rapport au chiffre d'affaire, prolongeant le mouvement de la fin de 1991.

Le déficit avec l'Allemagne se détériore à nouveau

Comme en 1991, on observe une réduction très sensible du déficit avec la Communauté européenne, concentrée sur les produits manufacturés (environ 10 Mds). Mais, au contraire de 1991, cette réduction s'accompagne d'une détérioration du déficit avec l'Allemagne (près de 7 Mds de dégradation pour les produits manufacturés après 30 Mds d'amélioration en 1991). Inversement, les soldes avec la plupart des autres pays européens s'améliorent en 1992, essentiellement grâce aux produits manufacturés. Le solde s'améliore également vis-à-vis des Etats-Unis (10 Mds) en raison principalement des échanges liés au programme Airbus. Pour la deuxième année consécutive, une amélioration significative a lieu avec les pays d'Amérique latine. Elle touche les trois grands types de produits. Avec les pays d'Europe centrale et orientale, le solde agro-alimentaire s'améliore. En revanche, les échanges de produits manufacturés contribuent au retour à son niveau de 1990 du déficit avec les nouvelles économies industrielles d'Asie

DÉCOMPOSITION DU SURPLUS DES ÉCHANGES DE MARCHANDISES EN VALEURS⁽¹⁾

(En % et en Milliards de francs)

		1991			1992		
		Résultante en valeur	Effet volume	Effet prix	Résultante en valeur	Effet volume	Effet prix
Importations fab (< 0 : favorable) :	en %	2,3	3,0	-0,7	-2,8	0,9	-3,7
	en Mds de F.	29	38	-9	-37	12	-49
Exportations fab (> 0 : favorable) :	en %	3,8	4,0	-0,1	2,0	4,8	-2,7
	en Mds de F.	45	47	-2	25	58	-33
Soldes et taux de couverture (> 0 : favorable) :	en points de taux	1,5	1,0	0,6	4,8	3,7	1,0
	en Mds de F. de solde	16	9	7	62	46	16

(1) Les valeurs sont celles des Comptes trimestriels (CNT). Pour des raisons de différences de CVS, de non-traitement des CJO et d'une légère différence de champ, les chiffres des CNT en valeur sont légèrement différents de ceux des douanes. De surcroît, c'est sur ces chiffres que l'on dispose d'un partage volume-prix.

(NEIA) et au creusement du déficit vis-à-vis de la Chine.

Les échanges manufacturiers dégagent un excédent de 7 Mds

Les biens d'équipement professionnel contribuent pour 27 Mds à cette amélioration ; 2,6 Mds proviennent de la croissance des exportations d'Airbus. Les importations diminuent de 4,7 %, reflétant l'évolution de l'investissement.

L'amélioration du solde des biens de consommation courante atteint 8 Mds. Celle des biens d'équipement ménager est plus modérée (2,8 Mds). Ce secteur est marqué par un fort recul des importations (-8,0 %). Le solde des biens intermédiaires s'améliore faiblement, importations et exportations reculant dans les mêmes proportions (autour de 1,5 %). Inversement, l'excédent en automobiles et matériel de transport s'amenuise de 0,6 Md. La progression des exportations (3,1 %) est plus faible que celle des importations (5,1 %).

Le redressement manufacturier correspond surtout à un écart de demande favorable

En 1992, les évolutions de la demande ont un impact dominant sur les flux d'échanges de produits manufacturés. Une décomposition économétrique sur données trimestrielles des contributions à l'amélioration

(1) On pondère chaque pays (Allemagne, Royaume-Uni, Italie, Belgique, Pays-Bas, Etats-Unis et Japon) par son poids dans les exportations françaises, ainsi que par son poids sur les marchés tiers où il se trouve en concurrence avec les exportations françaises.

du taux de couverture en volume met en évidence un écart favorable de plus de 6 points entre les effets apparents de demande. Ces effets sont massifs bien que plus faibles qu'en 1991. Compte tenu d'un multiplicateur apparent moyen de 1,5, on peut estimer la contribution de l'écart apparent de demande d'importation entre la France et son environnement à plus de 7 points en 1992 après près de 10 points en 1991 et environ 3 points en 1990.

Inversement, malgré des gains à l'exportation, la résultante des effets de compétitivité-prix est négative en raison de pertes sur le marché intérieur. Pour les exportations, la contribution de la compétitivité-prix au solde est positive mais moins qu'en 1991. Cette évolution différenciée des compétitivités-prix pourrait renvoyer à un comportement des exportateurs français, qui compenseraient sur le marché intérieur les efforts de marges consentis à l'exportation.

La demande intérieure contribue négativement à la croissance des importations. La modération de celles-ci est habituelle pour une période de retournement. Le ralentissement du taux de pénétration en produits manufacturés est à peu près semblable à celui observé au cours des précédents retournements.

Le rythme d'exportation connaît un ralentissement dès le deuxième trimestre, suivi d'un fléchissement au second semestre. Cette nette inflexion, en phase avec celle de la demande mondiale, est accentuée par les effets de la compétitivité-prix tout au long de l'année.

SOLDE DU COMMERCE EXTÉRIEUR : RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE

(Soldes douaniers, Caf-Fab, milliards de francs)

	1990	1991	1992
Allemagne (2)	-41,8	-12,1	-20,6
Royaume-Uni	16,2	6,9	15,8
Italie	-16,6	-10,0	-0,6
Espagne	12,8	14,6	19,7
Etats-Unis	-33,7	-37,9	-26,4
Japon	-28,8	-29,2	-29,5
Total CEE	-39,1	-7,8	16,1
Total OCDE	-104,9	-78,9	-44,0
PECO (4)	-16,3	-17,0	-15,1
OPEP	-11,4	-12,8	1,8
NEIA (3)	-2,3	-3,8	-1,2

Source : Douanes

(1) Hors matériel militaire

(2) Partie occidentale jusqu'en septembre 1990, ensemble est-ouest ensuite

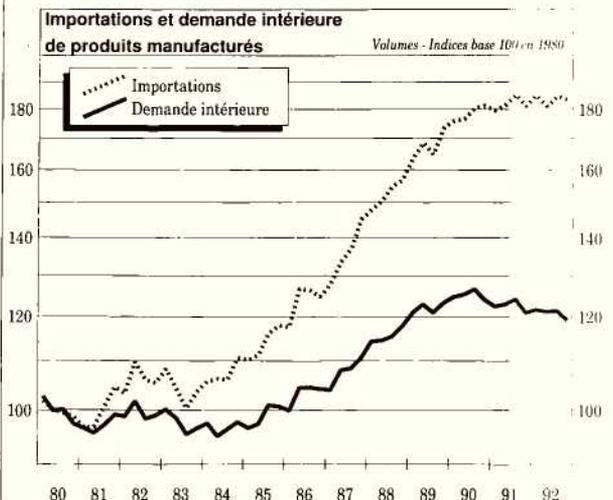
(3) Nouvelles économies industrielles d'Asie : Corée du Sud, Taïwan, Singapour, Hong-Kong

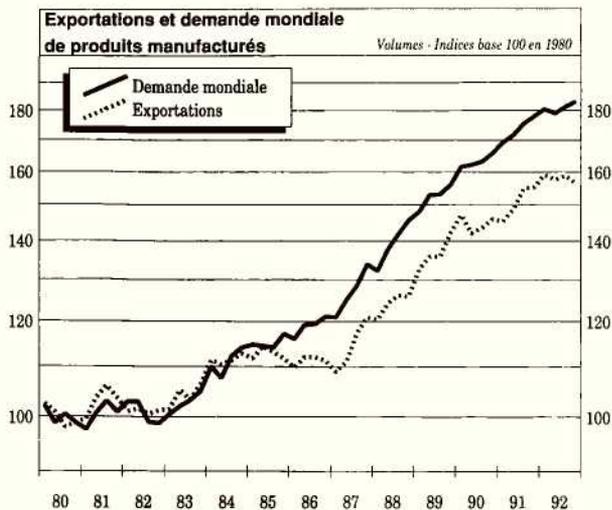
(4) Pays d'Europe Centrale et Orientale

Les performances à l'exportation de produits manufacturés sont relativement stables depuis 1989

Les gains de compétitivité-prix à l'exportation de produits manufacturés s'estompent au cours de l'année 1992. Les évolutions du taux de change effectif du franc vis-à-vis de nos principaux partenaires concurrents (1) ne sont pas favorables à la compétitivité-prix. Hors effet de change, la compétitivité-prix à l'exportation se stabilise. Si les coûts et prélèvements pesant sur les marges à l'exportation ne sont pas plus

La demande intérieure contribue régulièrement à la croissance des importations.





Le rythme d'exportation connaît une rupture dès le deuxième trimestre.

élevés en France qu'à l'étranger, alors la progression plus rapide de la compétitivité-coûts salariaux indique que les marges des exportateurs français se tiennent mieux que celles de leurs concurrents.

Fin 1992, la compétitivité-prix atteint vis-à-vis de la Communauté européenne un niveau élevé par rapport au passé, tandis que vis-à-vis des sept principaux concurrents, elle retrouve un niveau intermédiaire par référence au passé récent.

En 1992, la France maintient des parts de marché en grande partie acquises à la fin de 1991. Cette stabilité marque une meilleur

performance que celle de la plupart de nos concurrents. Selon l'OCDE, l'Allemagne et le Japon, ainsi que le Royaume-Uni et les Etats-Unis, perdent des parts de marché.

Les prix allègent la facture énergétique de 14 Mds de F

En 1992, la facture énergétique s'améliore de 14 Mds de F pour s'établir à 80 Mds. Elle n'avait pas été aussi faible depuis 1988. Les importations énergétiques diminuent de 17 Mds. Cette diminution provient des prix plus que des volumes. Les exportations s'établissent à 28 Mds contre 30 Mds en 1991 en raison de la baisse des prix des produits raffinés exportés.

La faible croissance des volumes importés (0,8 % en 1992 contre 5,6 % en 1991) malgré la progression régulière de la consommation totale d'énergie primaire (ménages, industries et consommations intermédiaires) provient de l'accroissement de la consommation d'électricité dans la consommation totale d'énergie. La diminution du volume de brut traité dans les raffineries (-2 %) explique le repli enregistré pour le pétrole brut (-2 %). En revanche, les volumes importés de produits raffinés et de gaz naturel conservent un rythme de croissance

soutenu (respectivement 9 % et 5 %). Ces deux types d'énergie ont connu les réductions de prix les plus importantes.

La stabilité des volumes exportés résulte surtout de la spécialisation française en produits énergétiques. Ces exportations sont constituées pour moitié d'électricité et pour moitié de produits raffinés.

Le taux d'indépendance énergétique s'améliore de 1,4 point et atteint 48 % (hors énergies renouvelables), en raison notamment d'une plus forte consommation d'électricité.

En 1992, le prix des énergies importées baisse de 14 % après une diminution de 2 % déjà en 1991. En moyenne annuelle et en francs constants, les prix énergétiques n'avaient pas été aussi bas depuis 1988. Cette baisse des prix CAF est acquise dès le premier trimestre de 1992 du fait de la dépression des marchés pétroliers (produits bruts et raffinés), alors que le gaz connaît également un mouvement de repli.

Les prix énergétiques retrouvent ainsi au premier trimestre leurs niveaux d'avant la crise du Golfe. Ils se stabilisent à ce bas niveau tout au long de l'année, à la suite des mouvements de niveau des marchés des changes et des marchés pétroliers. Cette diminution touche également le charbon et le gaz naturel.

PRIX CAF DE L'ÉNERGIE IMPORTÉE

(en francs)

1989	1990	1991	1992		1992				1992					
					1er T	2ème T	3ème T	4ème T	1er T	2ème T	3ème T	4ème T		
17,6	22,7	19,7	18,6	<i>En dollar / baril</i>										
				Pétrole	21,1	18,2	18,9	20,3	17,2	19,1	19,6	18,7		
				<i>En franc / TEP</i>										
825	896	812	724	Pétrole (49 %) (1)	809	786	825	827	697	761	714	724		
985	1131	1148	930	Produits raffinés (23 %)	1340	1023	1065	1148	955	934	897	937		
631	680	805	655	Gaz naturel (19 %)	746	903	874	714	683	674	641	621		
636	577	554	510	Charbon (9 %)	566	574	555	532	536	517	491	492		
811	876	857	737	Ensemble	888	836	858	845	734	758	724	732		

(1) Poids dans les importations d'énergie en 1992.

La baisse du prix des exportations est beaucoup plus faible (-7 %) et concerne seulement les produits raffinés (-19 %).

Le déficit énergétique s'atténue surtout à l'égard des pays de l'OPEP

La diminution en 1992 des volumes de pétrole importés en France touche la plupart des pays fournisseurs sauf la CEI et la Norvège. L'OPEP ne représente plus en 1992 que 56 % de nos approvisionnements en pétrole brut contre 60 % un an auparavant. Cette moindre pénétration, et la baisse de 11 % du prix en francs du baril de pétrole, permettent de réduire de 10 Mds le déficit vis-à-vis de l'OPEP (41 Mds, soit la moitié du déficit énergétique).

Vis-à-vis de la Communauté européenne, le taux de couverture en volume se dégrade nettement, à la suite d'une forte augmentation des importations de produits raffinés (20 %). Mais la baisse du prix des énergies en limite l'impact : la facture s'établit à 6,5 Mds de F, en repli de 2,5 Mds par rapport à 1991.

Le déficit reste inchangé avec la CEI et l'Europe centrale, en raison de l'augmentation importante de nos approvisionnements en provenance de Russie. Cet accroissement des volumes compense la faiblesse des prix. La Russie, avec un solde énergétique en notre défaveur de 6 Mds, devient le quatrième fournisseur de la France après l'Arabie Saoudite, l'Algérie et la Norvège.

BALANCE COMMERCIALE

(Soldes douaniers, Caf-Fab)⁽¹⁾

1980	1985	1988	1989	1990	1991		1992				1992
							1er T	2ème T	3ème T	4ème T	
11,5	30,0	39,3	48,3	51,2	44,5	Agriculture/IAA	11,9	15,4	13,4	13,0	53,2
-131,7	-180,4	-66,5	-83,3	-94,1	-94,1	Energie	-19,1	-22,0	-20,8	-18,6	-80,0
40,9	93,9	-28,9	-51,6	-54,5	-31,8	Manufacturés ⁽²⁾	0,3	4,3	1,0	-0,2	6,8
-83,2	-60,6	-65,5	-86,4	-96,5	-81,4	Total Caf-Fab	-6,9	-2,3	-6,3	-5,8	-20,0
-60,4	-29,8	-32,9	-43,8	-49,6	-29,5	Total Fab-Fab⁽³⁾	6,0	10,5	6,3	6,5	30,6

Source : Douanes

(1) Les chiffres annuels sont des chiffres bruts y compris pour 1992, les chiffres trimestriels sont CVS-CJO

(2) Caf/Fab y compris "divers"

(3) Le taux permettant de passer des données Caf aux chiffres Fab était de 96,3 en 1990, de 96,0 en 1991 et en 1992

L'excédent agro-alimentaire atteint un nouveau record après le repli de 1991

L'excédent agro-alimentaire de la France s'établit à 53 Mds de F en 1992. Il prolonge ainsi sa montée en puissance des années quatre-vingts, après le repli de 1991 (44,5 Mds de F après 51,2). Il semble toutefois s'être stabilisé après un redressement au deuxième trimestre.

Le repli de 1991 était presque totalement imputable aux échanges de produits agricoles. Le redressement de 1992 bénéficie d'un retour aux niveaux antérieurs pour ces produits : baisse des importations (-6,8 % après +7,2 %) et augmentation

des exportations (+1,8 % après -3,0 %). De plus, les exportations de produits des industries agro-alimentaires continuent à augmenter (5,6 % après 5,4 %), alors que les importations ralentissent (2,2 % après 7,1 %). La baisse des importations de produits agricoles en valeur est essentiellement liée à celle des prix, qui corrige l'évolution de 1991, alors que les exportations s'appuient sur la poursuite de l'augmentation en volume des livraisons de produits des IAA.

Sur le plan géographique, la France accroît sa pénétration sur les marchés communautaires, qui absorbent presque les trois quarts de ses exportations. En raison de l'essoufflement de la demande allemande, le plus fort excédent bilatéral est obtenu cette année avec l'Italie. La France enregistre aussi de bons résultats en Belgique et dans la

COMPÉTITIVITÉ-PRIX DES PRODUITS MANUFACTURÉS

(évolution en %)

Moyennes annuelles				Glissements semestriels					
1990	1991	1992		1990		1991		1992	
				1er S	2nd S	1er S	2nd S	1er S	2nd S
Exportations									
-2,3	-0,3	-2,6	Prix d'exportation	-1,3	-0,3	0,1	0,1	-1,4	-2,7
-5,1	3,2	-2,8	Prix des concurrents ⁽¹⁾	-3,7	-1,0	5,2	-0,7	-1,3	-4,2
-2,8	3,5	-0,2	Compétitivité-prix ⁽²⁾	-2,4	-0,7	5,1	-0,8	0,1	-1,5
Importations									
1,3	0,1	0,5	Prix de production	0,8	0,5	-0,4	0,1	0,7	-0,1
-3,0	-0,3	-2,8	Prix d'importation	-2,4	-1,3	0,7	0,1	-1,8	-2,9
-4,3	-0,4	-3,3	Compétitivité-prix ⁽³⁾	-3,2	-1,8	1,1	0,0	-2,5	-2,8
0,7	0,0	0,2	Termes de l'échange ⁽⁴⁾	1,1	1,0	-0,6	0,0	0,4	0,2

Source : Insee, Direction de la Prévision, OCDE

(1) Prix d'exportation en francs des 7 principaux concurrents

(2) Prix des concurrents sur prix d'exportation de la France.

péninsule ibérique. Sur les pays tiers, après une chute record en 1991, nos exportations connaissent en 1992 un certain redressement, notamment en direction des Etats-Unis, de la Chine et de la Roumanie, mais ce redressement paraît fragile. ■

Écarts de demande et compétitivité-prix

Des difficultés d'appréhension des écarts de demande ...

■ Les effets apparents de demande sont les contributions effectives des indicateurs telles que des équations économétriques permettent de les retracer pour les produits manufacturés. On utilise à l'exportation la demande mondiale adressée à la France (somme des demandes d'importation des différents pays pondérée par la structure du commerce extérieur français), alors qu'à l'importation on utilise la demande intérieure. Ces deux indicateurs ne sont pas tout-à-fait de même nature ; c'est pourquoi on ne peut parler que des effets-demande tels qu'ils sont répercutés sur le solde et non d'un écart entre les demandes.

■ Pour évaluer un écart de demande entre la France et son environnement il faut rendre les deux indicateurs complètement homogène en les traduisant soit tous deux en termes de demande intérieure soit tous deux en termes de demande d'importations. Pour des raisons de disponibilité statistique, c'est la deuxième solution qui est retenue ici, par l'intermédiaire d'une équation économétrique donnant un multiplicateur apparent moyen de 1,5 entre la demande intérieure et les importations françaises.

... et de la compétitivité-prix des importations

■ La compétitivité-prix à l'importation en produits manu-

facturés est appréciée par le rapport entre le prix de ces produits importés et les prix de production. Il s'agit d'une compétitivité-prix apparente, dans la mesure où la structure des importations et celle de la production sont différentes. On inclut donc des effets liés à la structure de l'offre, assimilables à une compétitivité plus structurelle.

■ Il existe un indicateur qui traite spécifiquement les matières premières industrielles dans l'indice global des prix des produits manufacturés importés. En 1992, son évolution est similaire à celle de l'indicateur retenu, mais de moindre ampleur. Cependant, cet indicateur ne traite particulièrement qu'un type de marchandise, délaissant les autres produits manufacturés non produits en France.

■ Une troisième possibilité consiste à repondérer les prix de production suivant la structure des importations par produit (niveau NAP 40). On traite alors effectivement toutes les marchandises de la même façon. Cet indicateur plus rigoureux que les deux autres donne des évolutions plus proches du premier indicateur, mais également de moindre ampleur. Néanmoins, son utilisation sur des données conjoncturelles nécessite la connaissance d'informations assez détaillées par produit, ce qui n'est pas possible avec la même rapidité que pour le premier indicateur.

IMPORTATIONS ET TAUX DE PÉNÉTRATION DE PRODUITS MANUFACTURÉS

(volumes, évolution en %)

Glissements annuels			Moyennes annuelles				Moyennes semestrielles					
1990	1991	1992	1990	1991	1992		1990		1991		1992	
							1er S	2nd S	1er S	2nd S	1er S	2nd S
4,4	-0,1	1,2	6,5	1,8	0,9	Importations	4,2	2,5	-0,1	1,4	0,0	0,5
0,6	-2,5	-1,5	2,6	-2,0	-1,5	Demande intérieure	2,4	0,3	-2,1	-0,1	-0,9	-1,0
			36,5	38,0	38,9	Taux de pénétration (niveau moyen en %)	36,1	36,9	37,7	38,2	38,6	39,2

EXPORTATIONS ET DEMANDE MONDIALE DE PRODUITS MANUFACTURÉS

(volumes, évolution en %)

Glissements annuels			Moyennes annuelles				Moyennes semestrielles					
1990	1991	1992	1990	1991	1992		1990		1991		1992	
							1er S	2ème S	1er S	2ème S	1er S	2ème S
2,4	6,4	0,8	5,8	4,4	4,6	Exportations	4,0	0,1	1,5	5,6	2,1	-0,4
6,2	7,3	2,5	6,9	6,4	4,1	Demande mondiale	4,6	1,7	3,6	3,7	1,7	1,2
			-1,1	-2,0	0,5	Parts de marché ⁽¹⁾	-0,6	-1,6	-2,1	1,9	0,4	-1,6

Balance des paiements

Le solde des transactions courantes est excédentaire en 1992 après cinq années de déficit. Il s'établirait à un peu moins de 16 Mds de F, soit une amélioration de près de 50 Mds de F par rapport à 1991. Cette évolution est essentiellement due au redressement du solde des échanges de marchandises excédentaire d'environ 9 Mds après des déficits de 49,8 Mds en 1991 et de 70,3 Mds en 1990. En deux ans, la contribution des échanges de marchandises à l'amélioration du solde des transactions courantes s'élève à près de 80 Mds de F.

L'excédent des services continue de s'effriter. Hors versements exceptionnels, le déficit des transferts unilatéraux se réduit par rapport à 1991. D'importantes entrées de capitaux à long terme résultent d'achats de titres publics au premier semestre.

Le lourd déficit des revenus du capital est compensé par un excédent touristique record

Pour la troisième année consécutive, l'excédent traditionnel des services dans la balance des transactions courantes diminue en 1992. Il s'établit aux alentours de 10 Mds de F. Cette évolution masque deux mouvements opposés entre d'une part les services au sens strict relatifs aux prestations entre unité résidente et non résidente, et d'autre part les revenus de facteur (revenus du capital, du travail et de la propriété intellectuelle et artistique).

En 1992, le déficit des revenus de facteurs atteint -49 Mds de F après -32,6 Mds en 1991 et

-21,3 Mds en 1990. A eux seuls, les revenus du capital contribuent pour près de 43 Mds à ce déficit. Depuis 1989, les non-résidents ont manifesté un intérêt croissant pour les titres français, particulièrement les obligations, et notamment les obligations assimilables du Trésor (OAT) en raison de l'accroissement du besoin de financement de l'Etat. Cela entraîne une forte augmentation des revenus à verser, dans un contexte général de taux d'intérêt à long terme élevés.

L'excédent des services au sens strict continue de croître en 1992, atteignant près de 60 Mds de F après 50 Mds en 1991. Cette évolution provient d'une diminution des déficits des services divers (après un déficit exceptionnel en 1991) et d'un nouveau record de l'excédent touristique. En 1992, ce dernier est d'environ 57 Mds de F après 51 Mds en 1991 et 43 Mds en 1990.

Cette performance en matière de tourisme depuis quelques années est le résultat des efforts de promotion et d'amélioration de la qualité offerte, ainsi que de la bonne compétitivité-prix de la France par rapport à ses concurrents.

BALANCE DES TRANSACTIONS COURANTES

(soldes bruts en milliards de francs)

Niveaux annuels							Niveaux trimestriels (3)				1992
1986	1987	1988	1989	1990	1991		1992				
							1er T	2ème T	3ème T	4ème T	
-19,1	-55,5	-50,4	-64,3	-70,3	-49,8	Marchandises Fab / Fab (1)	-1,4	5,2	-0,5	5,9	9,2
31,0	25,2	27,4	45,5	23,2	17,5	Services	-6,9	6,2	7,4	3,6	10,3
-3,1	-3,8	0,6	-9,3	-12,6	-13,2	dont : - Liés au commerce extérieur	-3,8	-2,9	-2,7	-2,8	-12,2
22,4	19,5	13,0	14,9	14,9	19,2	- Echanges de technologie	3,8	4,1	3,4	4,1	15,4
-7,7	-5,6	-2,1	2,2	-17,5	-28,7	- Revenus	-16,8	-11,9	-9,6	-6,3	-44,6
22,2	20,3	24,2	39,7	43,2	51,0	- Voyages	10,4	18,0	17,4	10,7	56,5
-2,8	-5,1	-8,3	-2,0	-4,8	-10,8	- Autres (2)	-0,5	-1,1	-1,1	-2,1	-4,8
32,5	32,4	34,5	37,2	38,9	40,2	Autres biens et services	10,5	10,7	9,9	10,5	41,6
-31,7	-32,1	-40,3	-48,3	-44,4	-41,4	Transferts unilatéraux	-13,5	-12,9	-11,6	-7,4	-45,4
12,7	-30,0	-28,8	-29,8	-52,7	-33,4	Transactions courantes	-11,2	9,2	5,2	12,6	15,7

(1) Ce concept diffère du solde douanier, car il intègre les échanges réalisés par les DOM-TOM et ne prend pas en compte les échanges sans paiement et sans transfert de propriété. Ce poste comprend le négoce international.

(2) Autres : services divers + recettes et dépenses des gouvernements français et étrangers.

(3) Les données portant sur les premier et deuxième trimestres 1992 sont semi-définitives, les chiffres de juillet à novembre sont provisoires, ceux de décembre sont estimés.

rents traditionnels (Italie, Espagne). L'année touristique 1992 a bien commencée, grâce aux recettes exceptionnelles enregistrées à l'occasion de la tenue en France des Jeux olympiques d'hiver et de l'ouverture du parc Euro-disney. Sur la fin de l'année, les recettes se dégradent légèrement, comparativement à la même période de 1991. La récession économique chez nos principaux partenaires visiteurs, mais aussi la baisse de notre compétitivité-prix suite aux dévaluations du Royaume-Uni, de l'Italie et de l'Espagne, sembleraient en être la cause.

Le déficit des transferts unilatéraux hors versements exceptionnels se réduit

En 1992, le déficit des transferts unilatéraux serait de l'ordre de -45 Mds de F. Comparé à celui de 1991 (-41,4 Mds), il s'aggrave donc de près de 4 Mds. Toutefois, en 1991, le déficit de ce poste avait été atténué par des versements exceptionnels (d'environ 10 Mds de F) à la suite de la participation de la France à la guerre du Golfe. Hors ces versements, on obtient donc en 1992 une réduction du déficit. Ce ré-

sultat traduit le ralentissement de la croissance de la contribution de la France à la CEE en phase avec l'évolution du PIB et une amélioration des retours au titre du FÉOGA en 1992.

Les entrées de capitaux à long terme résultent surtout d'achats de titres publics au premier semestre

Le solde des mouvements de capitaux à long terme évolue en 1992 en fonction du jugement des non-résidents sur notre économie et sur notre monnaie, et particulièrement en fonction de leurs positions sur les titres publics français. Les capitaux sont attirés en France au premier semestre par la confiance de ces agents dans notre économie. Ils se retirent au troisième trimestre en raison des incertitudes sur le change. Ce retrait est ensuite corrigé par de nouvelles entrées.

Au premier semestre de 1992, les entrées en France de capitaux à long terme accélèrent fortement par rapport aux semestres précédents. Elles atteignent 114,1 Mds de F au premier semestre après 17,7 Mds sur l'ensemble de 1991. En effet, les non-résidents augmentent de moitié leurs engagements en

France par rapport au semestre précédent. En particulier, leurs achats d'OAT atteignent 60,5 Mds de F au premier semestre après 10,9 Mds sur l'ensemble de 1991. Les investissements directs étrangers en France du secteur privé accélèrent aussi vivement : ils atteignent 49,1 Mds de F au premier semestre après 62,5 Mds en 1991.

Ces mouvements de capitaux s'inversent à partir de juillet : les opérations des non-résidents en France ralentissent. Les investissements directs étrangers en France, qui avaient fortement ralenti dès le mois de juin, se stabilisent à un faible niveau : sur les cinq premiers mois du second semestre, ils se limitent à 14 Mds de F. Après les entrées massives du premier trimestre, les investissements de portefeuille enregistrent en revanche de forts mouvements contraires, avec des sorties considérables en septembre, corrigées à partir d'octobre. Ces mouvements portent essentiellement sur les titres publics (OAT et bons du Trésor). Au total, les mouvements de capitaux à long terme dégagent sur les cinq premiers mois du semestre des entrées nettes de 22 Mds de F (-18,1 en juillet, -10,3 en août, -52,5 en septembre, +59,7 en octobre, +43,1 en novembre). ■

MOUVEMENTS DE CAPITAUX EN BALANCE DES PAIEMENTS

(Chiffres bruts, en milliards de francs)

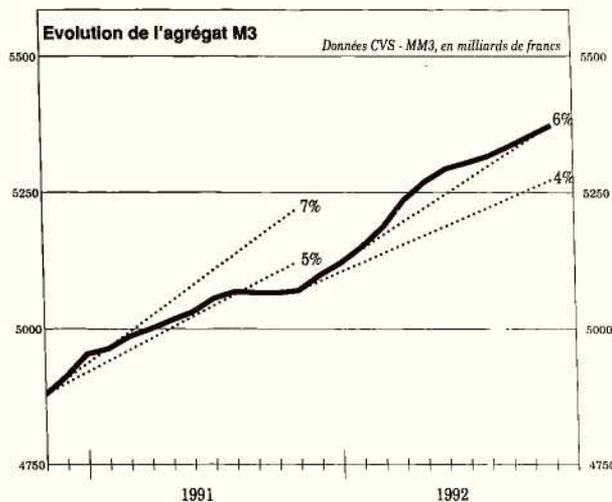
1986	1987	1988	1989	1990	1991		1992		
							1er T	2ème T	3ème T
16,2	-26,7	-28,8	-29,8	-52,7	-33,4	Transactions courantes	-11,2	9,2	5,2
			-5,9	-29,9	-3,2	Transferts en capital	-0,2	-0,5	-0,4
-53,9	13,2	-3,8	73,3	89,4	17,7	Capitaux à long terme	83,9	30,2	-80,9
1,7	9,1	6,6	8,3	8,1	3,6	- crédits commerciaux	-1,9	3,8	-0,3
48,6	-0,7	-20,3	-40,1	-6,5	-14,8	- prêts	2,5	-16,9	-14,0
-36,2	-52,3	-76,0	-115,7	-147,6	-115,8	- investissements français à l'étranger	-20,7	-25,3	-24,5
19,0	27,8	42,9	60,9	50,3	62,5	- investissements étrangers en France	22,1	27,0	7,8
-2,4	-3,2	-2,5	-3,0	-2,9	-3,9	- investissements secteur public	-2,6	-0,5	-0,1
-41,6	-20,3	-24,5	-42,3	-46,1	-75,8	- achats nets de titres étrangers	-21,8	-8,3	-37,2
54,1	52,8	70,0	205,2	234,1	164,1	- achats nets de titres français	103,8	51,1	-13,8
					-2,2	- instruments conditionnels	2,4	-0,7	1,3
-37,7	-13,5	-32,6	37,6	6,8	-18,8	Balance de base	72,5	38,9	-76,1
23,2	13,3	9,1	-66,9	-100,5	-42,3	Capitaux à court terme du secteur privé non bancaire	-67,9	8,9	16,2
5,6	5,0	4,1	-34,8	3,3	25,7	Erreurs et omissions	19,7	-1,2	37,5
-8,9	4,9	-19,4	-64,1	-90,4	-35,4	Balance globale	24,3	46,6	-22,4
8,9	-4,9	19,4	64,1	90,4	35,4	Capitaux à court terme des secteurs bancaires et publics	-24,3	-46,6	22,4
20,7	-55,9	14,0	37,0	149,4	4,3	- secteur bancaire	-22,9	-50,4	-161,3
-11,7	51,0	5,5	27,1	-58,9	31,2	- secteur public	-1,4	3,9	183,7

Politique monétaire et financement de l'économie

La baisse des réserves obligatoires contribue à desserrer la contrainte de taux d'intérêt

La politique monétaire vise à maintenir les taux d'intérêt au plus bas niveau compatible avec la stabilité du franc. Jusqu'en septembre, en dépit de la montée des tensions au sein du SME, les taux directeurs restent stables, à 9,6 % pour les appels d'offre (voie prépondérante d'apport de liquidités) et 10,5 % pour les prises en pension de 5 à 10 jours. Au cours de cette période, les taux de marché augmentent légèrement : de décembre 1991 à août 1992, le taux interbancaire à trois mois est passé de 10,11 % à 10,39 %, et les taux des emprunts d'Etat à 10 ans de 8,81 % à 9,02 %.

L'agrégat monétaire de référence M3 atteint la limite supérieure de son objectif de croissance pour 1992.



En raison de l'évolution, jugée satisfaisante, des agrégats de monnaie et de crédit, les réserves obligatoires sont considérablement allégées le 16 mai afin de réduire le coût des financements bancaires. Les taux de réserves sont unifiés à 1 % sur les dépôts à vue (précédemment 4,1 %) et sur les dépôts sur livrets (précédemment 2 %). Cette réduction est évaluée à 31 milliards de francs en année pleine. Les banques répercutent cette réduction par une baisse de leur taux de base de 10,35 % à 9,85 %.

A l'issue de la crise de change de septembre, la Banque de France ramène à la mi-novembre ses taux directeurs à un niveau inférieur d'un demi-point à celui qui prévalait depuis la fin de 1991 : le taux des appels d'offre revient à 9,10 % et le taux des prises en pension de 5 à 10 jours à 10 %. A leur suite, le taux de base bancaire diminue, s'établissant à la mi-novembre à 9,45 %.

En liaison avec de nouvelles tensions sur les marchés de changes et l'augmentation corrélatrice des taux d'intérêt à court terme, il doit être remonté à 10 % à la mi-décembre. Les taux à long terme continuent en revanche à refluer, s'établissant à 8,11 % en décembre, soit pratiquement un point en-dessous de leur niveau du mois d'août.

Ces évolutions de taux, différenciées selon le terme, accentuent à l'automne l'inversion de la courbe des taux.

La croissance de l'agrégat de référence M3 atteint la limite haute de son objectif pour 1992.

D'un quatrième trimestre à l'autre, l'augmentation de M3, limitée à 3,8 % en 1991, est de 5,9 % en 1992. Elle atteint donc la borne haute de l'objectif de progression de 4 % à 6 % assigné à cet agrégat, et dépasse sensiblement la croissance du PIB marchand en valeur (4,1 %). Sur l'année, le profil de M3 est caractérisé par une nette accélération au premier semestre puis par un ralentissement ultérieur. Si ce profil peut s'expliquer par celui de l'activité et par un effet de base, l'accélération de M3 paraît davantage liée à l'inversion de la courbe des taux et au développement de produits nouveaux.

Le regain d'activité en début d'année favorise la progression de l'agrégat M1, qui englobe les disponibilités à vue non rémunérées, assimilables à des encaisses de transaction. Après avoir fléchi de 2,4 % en 1991, M1 recommence à croître au premier trimestre puis ralentit. Sur l'ensemble de l'année, M1 enregistre une légère progression.

De plus, le quatrième trimestre 1991, base de calcul de la progression de l'agrégat-cible en 1992, correspond à une phase de contraction momentanée des avoirs monétaires. Les taux de croissance calculés à partir de cette période surestiment donc en début d'année l'évolution de M3, en raison d'un effet de rattrapage.

L'accentuation de l'inversion de la hiérarchie des taux d'intérêt favorise les placements de marché compris dans M3-M2 (titres d'OPCVM de court terme, placements à terme, titres

ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL DES AGENTS NON FINANCIERS RÉSIDENTS

Encours (milliards)	Déc. 1991	Contributions à la progression annuelle de l'EIT (%)						
		Déc. 1989	Déc. 1990	Déc. 1991	Mars 1992	Juin 1992	Sept. 1992	Nov. 1992
8 657,8	Endettement intérieur total	11,7	10,7	6,1	6,2	5,9	5,4	5,7
	Répartition par agents							
1 713,6	État	1,7	2,1	1,3	1,9	2,3	2,7	3,3
6 944,2	Autres agents non financiers	10,0	8,6	4,8	4,3	3,6	2,7	2,4
	Répartition par instruments							
6 387,2	- Crédits obtenus auprès des établissements de cré dit résidents	8,1	8,1	4,2	3,0	2,2	1,7	1,9
196,0	État	-0,6	0,4	0,1	-0,4	-0,3	-0,4	0,1
6 191,2	Autres agents non financiers	8,7	7,7	4,1	3,4	2,5	2,1	1,8
3 101,9	<i>dont : sociétés</i>	5,2	5,1	2,7	2,1	1,3	1,3	1,2
2 370,0	<i>ménages</i>	2,8	2,1	0,6	0,7	0,4	0,2	0,2
719,3	<i>autres agents non financiers résidents</i>	0,5	0,5	0,8	0,6	0,7	0,6	0,4
2 074,1	- Financement sur les marchés internes	3,4	2,4	1,7	2,9	3,3	3,4	3,5
1492,8	État	2,2	1,6	1,3	2,2	2,5	3,0	3,1
581,3	Autres agents non financiers	1,2	0,8	0,4	0,7	0,8	0,4	0,4
196,5	- Crédits et obligations internationaux	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3
24,9	État	0,1	0,1					
171,6	Autres agents non financiers	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3

Source : Banque de France

de créances négociables émis par les établissements de crédit par rapport aux comptes sur livret ou aux placements à long terme. La désaffectation pour les dépôts sur livrets à rémunération plafonnée recensés dans M2-M1 s'accroît encore en 1992. Le mouvement de réallocation des portefeuilles se poursuit au profit des titres d'OPCVM de court terme.

Enfin, les placements en titres de créances négociables se développent. A partir de septembre, des opérations d'arbitrage apparaissent en faveur des certificats de dépôt, dont la rémunération est encore plus directement liée aux taux du marché monétaire que celle des OPCVM. Les bons à moyen terme négociables (BMTN), créés en mars 1992, montent en régime tout au long de 1992.

Au total, les actifs financiers inclus dans M3-M2 se développent à un rythme soutenu (14,3 % sur un an en fin d'année 1992, contre 11,9 % en 1991), malgré un ralentissement léger et passant en cours d'année.

Les placements inclus dans M4-M3 (titres de créances négociables émis par des agents non financiers) recommencent à croître à partir du deuxième trimestre sous l'effet d'une augmentation de l'encours des bons du Trésor. Sur un an, ils progressent de 0,6 % après un repli de 1,0 % en 1991. Au total, M4 progresse de 5,8 % (contre 3,8 % en 1991).

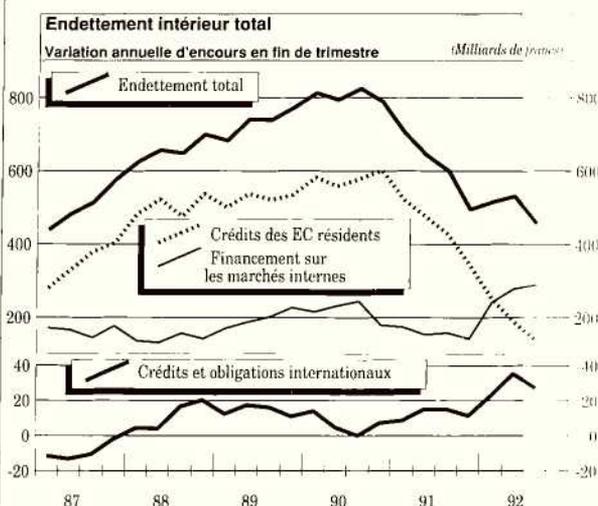
Le développement des placements non monétaires se modère

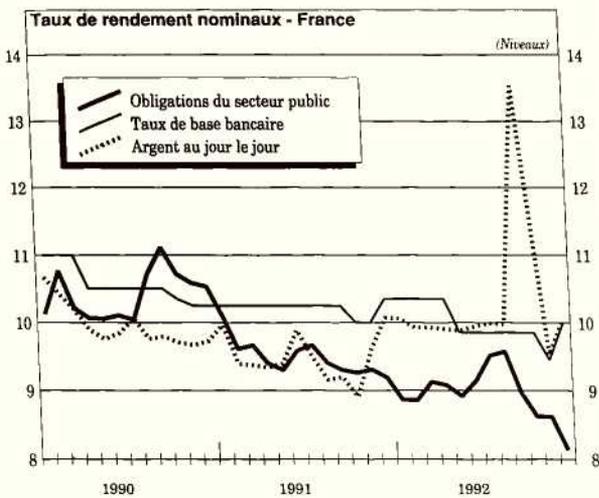
L'attractivité des actifs liquides incite les ménages et les entreprises à modérer leurs placements non monétaires, et particulièrement leurs placements nouveaux.

Ainsi, la progression de l'agrégat P1 (placements non négociables des ménages : PEP, PEL et bons de capitalisation, pour l'essentiel) se ralentit mais demeure très soutenue (14,0 % après 18,3 %). Cette décéléra-

tion est principalement imputable à celle de la collecte des Plans d'Épargne Populaire à l'issue de leur période de lancement (1990). Le ralentissement de P2 (obligations, titres d'OPCVM obligations, réserves techniques d'assurances) et de P3 (actions, OPCVM actions) est plus prononcé : 7,2 % en septembre contre 14,8 % en décembre 1991 pour P2, -2,5 % en septembre après 15,7 % en décembre pour P3. La progression encore vive des produits d'assurance-vie et des OPCVM obligataires est partiellement

La croissance de l'endettement intérieur total recouvre une accélération de la désintermédiation.





Malgré la crise du SME, les taux d'intérêt à long terme continuent à se détendre sur l'ensemble de l'année.

compensée par le recul de la détection directe d'obligations. Les flux d'acquisition d'actions demeurent faibles mais stables.

La croissance de l'endettement intérieur total recouvre une accélération de la désintermédiation

La croissance annuelle de l'endettement intérieur total (EIT) - agrégat qui recense l'ensemble des financements par endettement des agents non financiers obtenus soit auprès des établissements de crédit, soit sur les marchés monétaire et obligataire, tant en France qu'à l'étranger - oscille autour de 6 % au cours de 1992 (après +6,1 % en décembre 1991). Succédant au net ralentissement observé en 1991, cette stabilisation du rythme de croissance est la résultante de mouvements très contrastés : la désintermédiation accélère ; la contribution de l'Etat à la croissance de l'EIT dépasse en 1992 celle des autres agents non financiers.

L'ensemble des financements sur les marchés internes de capitaux se renforce très nettement (passant d'un glissement annuel de 7,3 % en décembre

1991 à 14,3 % en novembre 1992), de même que les financements obtenus auprès de l'étranger. La progression des crédits à l'économie - qui constituent plus de 70 % de l'EIT - enregistre en revanche, une sensible décélération (2,6 % contre 5,7 % en 1991).

Les financements de marché accélèrent très sensiblement, au profit quasi exclusif de l'Etat

L'essor des financements de marché reflète pour l'essentiel la très forte expansion des émissions de l'Etat, conséquence d'un déficit budgétaire accru. L'Etat augmente ses émissions principalement sur le marché à court terme (85 milliards de F en 1992 après 7 en 1991), mais aussi sur le marché obligataire (130 milliards après 98). Les non-résidents intensifient leurs achats de titres publics, particulièrement au premier semestre, et détiennent désormais un tiers de la dette négociable de l'Etat français.

Dans ces conditions, l'Etat se substitue aux autres intervenants (SQS et institutions financières) sur le marché obligataire : au sein d'une enveloppe totale d'émissions nettes en progression modérée, sa part s'accroît très fortement, passant de 48 % en 1991 à 68 % en 1992. Par ailleurs, dans un contexte boursier peu propice, les émetteurs privés n'augmentent que légèrement leur recours aux émissions d'actions. Toutefois, leur collecte globale en 1992 ne suscite pas de tensions sur les taux d'intérêt à long terme, en raison de sa modicité relative, liée à celle de leurs besoins de fonds.

Le fléchissement de la demande de crédit ralentit la hausse des encours.

L'évolution des engagements des banques envers les SQS fait apparaître un net freinage en glissement annuel (+3,5 % en novembre 1992 contre +8,3 % en décembre 1991). Le ralentissement concerne principalement les crédits de trésorerie. Ce mouvement pourrait s'interpréter comme le signe, dans une conjoncture peu dynamique, d'un moindre recours des entreprises à des facilités coûteuses, qu'elles peuvent au surplus remplacer par des cessions d'actifs financiers. Les crédits à l'investissement font en revanche preuve de résistance pendant une large partie de l'année, ce qui, au vu de la faiblesse des dépenses d'équipement, pourrait indiquer que certaines entreprises cherchent à compenser le recours devenu difficile aux émissions d'actions, ou à allonger leur endettement pour l'adapter à la hiérarchie des taux. La décélération des crédits de trésorerie et à l'habitat aux ménages est moins marquée (+1,1 % en glissement annuel en novembre contre +3,8 % en décembre 1991).

Cette faible croissance des encours de crédit aux agents non financiers est d'abord imputable à un fléchissement de la demande de crédit. Pour les sociétés, ce fléchissement est lié au ralentissement progressif de l'activité, mais également à la modicité de leurs besoins de fonds. Parmi les ménages, les emprunteurs deviennent plus sensibles aux risques d'un endettement excessif, après la forte progression des encours observée jusqu'en 1990. L'atonie des crédits aux ménages s'explique enfin par un comportement d'offre plus sélectif de la part des établissements de crédit. ■