

INT-0982



ILPES

Instituto Latinoamericano y del Caribe de Planificación Económica y Social  
NACIONES UNIDAS-CEPAL-FNUOD GOBIERNOS DE AMERICA LATINA Y EL CARIBE

Latin American and Caribbean Institute for Economic and Social Planning  
UNITED NATIONS-ECLAC-UNDP LATIN AMERICAN AND CARIBBEAN GOVERNMENTS

Institut Latino-Américain et des Caraïbes de Planification Economique et Sociale  
NATIONS UNIES-CEPALC-FNUOD GOUVERNEMENTS DE L'AMERIQUE LATINE ET DES CARAIBES

**COLOQUIO INTERNACIONAL SOBRE "PROSPECTIVA DE  
LA ECONOMIA MUNDIAL Y SUS EFECTOS SOBRE LAS  
ECONOMIAS DE AMERICA LATINA Y EL CARIBE"**

Organizado conjuntamente por el ILPES y el  
Instituto Internacional de Administración  
Pública (IIAP) de Francia.

Santiago de Chile, 15 al 18 de abril de 1991



NTI/DPC/4

**SITUATION ET PERSPECTIVES A COURT TERME  
DE L'ECONOMIE MONDIALE**

Jacques ADDA

•

•

•

•

**SEMINAIRE SUR LES PERSPECTIVES DE L'ECONOMIE MONDIALE  
ET SES CONSEQUENCES POUR L'AMERIQUE LATINE**

ILPES - IIAP  
Santiago de Chili, 15 - 18 avril 1991

**Situation et perspectives à court terme  
de l'économie mondiale**

Jacques ADDA, OFCE

**1. Cycles et chocs : les causes du ralentissement de l'économie mondiale**

11. Le retournement conjoncturel était clairement engagé dans la zone OCDE avant la crise du Golfe.

12. La crise du Golfe a accentué les évolutions en cours sans constituer un choc majeur pour les économies industrialisées.

121. La hausse temporaire du prix du pétrole a été facilement absorbée par les économies importatrices

122. L'incertitude qui a prévalu entre août et février a néanmoins pesé sur les comportements de dépense et donc contribué au freinage de l'activité.

123. L'impact positif de la guerre elle-même sur l'activité aux Etats-Unis a par ailleurs été minime.

13. Un choc peut en cacher un autre : la situation atypique de la RFA.

14. Les bouleversements en Europe de l'Est

**2. Vers une détente financière à court terme**

21. Malgré l'absence de coordination des politiques économiques, la résorption des déséquilibres financiers Nord-Nord va s'accélérer.

22. En dépit de lourds déficits budgétaires aux EU et en RFA, les tensions seront limitées sur les marchés mondiaux de capitaux.

221. Malgré son ampleur le déficit budgétaire américain n'est pas alarmant

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

223. La demande mondiale de capitaux sera limitée en 1991 et s'accroîtra lentement en 1992.

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

31. Les rythmes de hausse des prix se ralentiront en 1991.

32. Une détente de la politique monétaire américaine est dès lors vraisemblable.

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

34. L'activité et le commerce mondial pourraient redémarrer au second semestre de 1991.

## Situation et perspectives de l'économie mondiale

Résumé de l'intervention de Jacques ADDA

Les chocs politiques à répercussions économiques ont été nombreux depuis le début de l'année dernière; les plus importants pour la conjoncture des pays de l'OCDE ont été la réunification de l'Allemagne et la crise, puis la guerre du Golfe. Il en est résulté des déviations plus ou moins amples des conjonctures relativement à leurs trajectoires antérieures. Le premier de ces événements a empêché l'Allemagne de l'Ouest d'enregistrer en 1990 un ralentissement conjoncturel et amorti celui de bon nombre de pays européens. La seconde série d'événements a au contraire précipité et temporairement amplifié le mouvement de repli des activités économiques dans la quasi totalité des pays industrialisés.

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

Enfin, les anticipations se sont manifestées de façon spectaculaire, de sorte que les effets ont parfois précédé les causes. La hausse des taux d'intérêt allemands a nettement anticipé le coût de la réunification. Celle du prix du pétrole entre août et novembre 1990 a été largement motivée par l'anticipation de destructions de capacités en cas de guerre, qui finalement n'ont pas eu lieu. Tout récemment, la remontée du dollar procède vraisemblablement de l'anticipation d'un redressement de la balance courante américaine dans les prochains mois.

Ces perturbations ont donné depuis l'été 1990 aux évolutions de court terme un caractère très heurté qui risque de conduire à des interprétations erronées du passé et, partant, à des prévisions fausses et trop souvent révisées. Ainsi, à lire la chute des productions du second semestre 1990 comme la conséquence de la seule crise du Golfe, on risquerait de conclure que, la guerre étant finie, le redémarrage est partout imminent. Cela ne nous semble pas exact. Les économies occidentales étaient engagées au début de 1990 dans des phases de décélération de la croissance motivées par le cheminement cyclique traditionnel propre à chacune. Les pays anglo-saxons étaient au seuil de la récession, les pays européens au bord de ralentissements marqués. Ces cheminements dessinent des sentiers autour desquels l'activité s'est déroulée par à-coups. L'excès de croissance dû au relâchement monétaire a pris fin à l'été 1990 ; l'insuffisance de croissance due à l'attentisme lié au Golfe a pris fin en mars 1991; la croissance additionnelle due à la réunification allemande touchera à sa fin au cours des prochains mois.

Une reprise technique pourrait désormais être observée dans de nombreux pays, le cheminement sous-jacent étant retrouvé au troisième trimestre 1991 (sous réserve que n'interviennent pas de nouveaux chocs). Le retour à la normale du prix du pétrole favorisera ces processus. Les économies anglo-saxonnes renoueraient alors avec une croissance lente, le Japon et les économies européennes autres que l'Allemagne avec une reprise plus vive. L'Allemagne atteindrait un point bas conjoncturel fin 1991 et se redresserait notablement début 1992.

Ces différentes évolutions dans la sphère réelle de l'économie se dérouleront sur fond d'inflation partout bien maîtrisée et de rééquilibrage des balances courantes, tout particulièrement entre les trois grands pays industrialisés. En conséquence, les politiques monétaires pourront se détendre et autoriser une légère baisse des taux d'intérêt durant les derniers mois de 1991, puis leur stabilité en 1992.

SEMINAIRE SUR LES PERSPECTIVES DE L'ECONOMIE MONDIALE  
ET SES CONSEQUENCES POUR L'AMERIQUE LATINE

ILPES - IIAP  
Santiago de Chili, 15 - 18 avril 1991

Situation et perspectives à court terme  
de l'économie mondiale \*

Jacques ADDA, OFCE

**Introduction**

A la fin du mois de mars 1991, les pays anglo-saxons étaient engagés dans des récessions relativement profondes, tandis que l'Europe occidentale — Allemagne de l'Ouest exceptée — connaît une décélération de son activité qui menace dans certains cas de déboucher sur une franche baisse. Ce retournement conjoncturel ne date pas de l'invasion du Koweït par l'Irak. La crise du Golfe n'a fait qu'accentuer des évolutions engagées dès le premier semestre de 1990 et parfois même en 1989.

La fin de cette crise devrait ramener les économies industrialisées sur la trajectoire conjoncturelle qui était la leur auparavant. Les prochains trimestres pourraient se caractériser par une résorption spectaculaire des déséquilibres commerciaux Nord-Nord et par une relative détente des marchés financiers et des taux d'intérêt.

L'activité et les échanges internationaux pourraient redémarrer au second semestre de 1991. Les pays engagés le plus tôt dans le creux conjoncturel vont enregistrer les reprises les plus précoces, c'est à dire dès l'été 1991 pour les Etats-Unis. 1992 serait l'année d'une reprise généralisée, mais non de forte expansion car les pays anglo-saxons resteront handicapés par des difficultés structurelles profondes. L'environnement international sera donc au cours des prochains trimestres défavorable puis modérément porteur en termes de marchés extérieurs, mais moins contraignant financièrement qu'au cours des années récentes.

---

\* L'analyse conjoncturelle et les prévisions présentées dans ce texte ont été élaborés au Département des Diagnostics de l'OFCE et seront présentés dans la Revue de l'OFCE n° 36 d'avril 1991.

## 1. Cycles et chocs : les causes du ralentissement de l'économie mondiale

**11. Le retournement conjoncturel était clairement engagé dans la zone OCDE avant la crise du Golfe.**

Dans la plupart des pays industrialisés à l'exception de l'Allemagne de l'Ouest, le retournement conjoncturel était clairement engagé dès le début de 1990. Celui-ci s'est d'abord enclenché (dès la fin de 1988) dans les pays anglo-saxons — EU et RU — avant de gagner l'Europe continentale et dans une moindre mesure le Japon. L'examen d'un indicateur rapportant l'évolution du PIB à celle des potentiels de production permet d'illustrer ce point.

Graphique 1 : PIB / Potentiel  
 a : EU, Europe 4, Japon  
 b : 4 grands pays européens

Les potentiels utilisés ici sont issus des calculs effectués par l'OCDE, à partir des fonctions de production combinant des facteurs travail, capital et énergie. Ils peuvent être interprétés comme les niveaux de PIB au delà desquels des tensions inflationnistes sont susceptibles d'apparaître dans l'économie. Nous avons procédé à l'OFCE à un lissage des séries de l'OCDE et au positionnement des économies sur l'année 1972 de sorte que les ratios présentés ne sont pas de simples indices basés en 1972 mais des indicateurs des tensions existant sur les capacités d'offre de chaque économie en chaque point du temps.

Les raisons de ce retournement conjoncturel sont relativement classiques. Elles sont brièvement évoquées dans l'annexe 1.

Dans le cas des Etats-Unis, le débat sur la disparition du cycle a resurgi à la fin des années quatre-vingt comme il l'avait fait à la fin des années soixante, c'est à dire à chaque fois que la phase de croissance dure plus de 4 ou 5 ans. Il s'est peu à peu transformé en débat sur l'aplatissement du cycle, les économistes les plus optimistes jugeant en juillet que l'économie allait traverser quelques trimestres de croissance lente mais non affronter une récession. Ce n'est pas l'analyse qui est développée ici. Il nous semble que les évolutions dans la sphère réelle sont et seront effectivement modérées, mais que ceci est dû précisément aux difficultés structurelles qui caractérisent la sphère financière, difficultés qui limitent en effet singulièrement les marges de manoeuvre restrictives de la politique économique.

La production industrielle, après avoir enregistré au second trimestre un rebond dû à une conjonction de phénomènes exceptionnels, s'est orientée

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

Cette récession a conduit à un nouvel infléchissement de la politique monétaire. La Fed était restée prudente durant le premier semestre 1990, conservant l'objectif implicite de 8,25% pour les *fed funds*. Mais dès le 13 juillet, considérant désormais que l'économie était au bord de la récession, elle procédait à une première baisse de ces taux. Quatre autres allaient suivre pour en porter le niveau à 6% en mars 1991, tandis que le taux de l'escompte était diminué à deux reprises et qu'en décembre les réserves obligatoires étaient abaissées. Dans le même temps, les autorités monétaires multipliaient les déclarations encourageant le système bancaire à accroître les prêts qu'il consentait trop parcimonieusement. En dépit de la volonté accommodante du Fed, un *credit crunch* était en effet spontanément en cours du fait des difficultés objectives du système financier et de son aversion croissante au risque. Les banques sont pénalisées par le retournement du marché de l'immobilier (cf. annexe 2) au moins autant qu'elles l'ont été dix ans auparavant par les prêts à l'Amérique latine. Le secteur de la construction représentait début 1991 42% de leurs prêts; nombre d'entre eux constituent à présent des créances douteuses. Dans ces conditions, les banques répugnent à consentir à ce secteur mais aussi aux autres, qui en sont plus demandeurs, des prêts n'offrant pas de garanties absolues. Le secteur des services, principalement constitué de petites entreprises qui ont habituellement recours aux banques pour assurer leur financement, pâtit tout particulièrement de cette situation.

**12. La crise du Golfe a accentué les évolutions en cours sans constituer un choc majeur pour les économies industrialisées.**

121. La hausse temporaire du prix du pétrole a été facilement absorbée par les économies importatrices

L'envolée du prix du pétrole au second semestre de 1990 s'explique non pas par les déséquilibres réels apparus sur le marché pétrolier mais par les anticipations attachées au risque de destruction, en cas de guerre, d'une partie des capacités de production saoudiennes. L'embargo sur les exportations de brut de l'Irak et du Koweït a en effet été rapidement et presque intégralement compensé par l'accroissement de l'offre de l'Arabie Saoudite, des Emirats Arabes Unis (EAU), du Venezuela et du Nigeria, de sorte que le prix d'équilibre non spéculatif du marché est resté proche de 20 dollars tout au long de la crise <sup>1</sup>.

Concentrée sur le second semestre de 1990, la hausse des cours du brut a atteint 57% par rapport au premier semestre de l'année (28,5 \$ au lieu de 18,2 \$ le baril). En Europe et au Japon, elle a été amortie par la dépréciation du dollar, qui a baissé de près de 10% face au yen et au DM au deuxième semestre de 1990. Dès le mois de février 1991 le prix du baril était revenu à son niveau de février 1990

L'impact réel sur les économies importatrices a été d'autant plus limité que la dépendance de ces économies vis à vis du pétrole a nettement diminué depuis le second choc pétrolier <sup>2</sup> et que ces économies étaient mieux armées institutionnellement et socialement pour éviter que la hausse des prix à l'importation n'enclenche, via les mécanismes d'indexation, une spirale prix/salaires.

Il était généralement considéré, avant le début de la guerre, que les rythmes d'inflation seraient élevés d'un point si le baril se maintenait à 30 dollars pendant une année pleine et que les PIB réels seraient abaissés d'autant.. Dans le cas présent l'impact effectif n'aurait été au maximum que d'un demi point et les effets sur l'inflation sont restés transitoires, les marges des entreprises ayant le plus souvent absorbé la hausse des prix importés de sorte que les indices d'inflation hors énergie n'ont que eu réagi à ce "mini choc pétrolier".

122. L'incertitude qui a prévalu entre août et février a néanmoins pesé sur les comportements de dépense et donc contribué au freinage de l'activité.

<sup>1</sup> Voir sur ce point Jacques ADDA, "Pétrole : la crise, et après ?", *Lettre de l'OFCE*, n° 78, 11 octobre 1990

<sup>2</sup> L'intensité pétrolière du PIB, que mesure le rapport de la consommation de pétrole brut de l'OCDE à son PIB, est passée de l'indice 100 en 1973 à l'indice XXX



A l'exception de l'Allemagne occidentale, les indicateurs issus des enquêtes de conjoncture, et notamment les indicateurs de confiance des consommateurs, se sont un peu partout rapidement dégradés. L'incertitude sur les développements de la situation dans le Golfe a favorisé des comportements d'attentisme des ménages comme des entreprises, même si cet effet n'est pas facile à isoler statistiquement dans un contexte de ralentissement conjoncturel. Il est possible en effet que la crise du Golfe ait servi de prétexte à des décisions souhaitées depuis quelques temps, en matière d'investissement et d'emploi notamment, et n'ait donc fait qu'accélérer les choses.

123. L'impact positif de la guerre elle même sur l'activité aux Etats-Unis a par ailleurs été minime.

Le chiffre de 100 milliards de dollars couramment avancé dans la presse pour le "coût" budgétaire américain ne correspond nullement à une dépense de 100 milliards durant la période août 1990 - février 1991. Il retrace simplement ce qu'il en coûterait de reconstituer dans son intégralité l'arsenal américain à l'issue de ce conflit. Or les Etats-Unis disposaient de stocks d'armes excédentaires à l'issue des années Reagan, au moment où les nouvelles perspectives politiques en Europe de l'Est mettaient un certain désarmement à l'ordre du jour. Les Etats-Unis ne reconstitueront donc pas ce stock.

Les dépenses effectivement supportées, de l'ordre de 50 milliards de dollars (incluant notamment d'importantes dépenses en énergie) seront payées par des pays étrangers. Certains pays du Golfe, l'Allemagne, le Japon et certains pays asiatiques ont commencé début 1991 à verser aux Etats-Unis les sommes correspondantes. D'un strict point de vue économique, cela s'apparente pour les Etats-Unis à une exportation de biens et services et non pas à une dépense budgétaire.

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

### 13. Un choc peut en cacher un autre : la situation atypique de la RFA.

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

A la fin du mois de juin 1990, c'est à dire à la veille de l'union monétaire, l'interrogation dominante concernait le comportement des ménages est-allemands : allaient-ils dépenser immédiatement l'essentiel de leur épargne devenue convertible et, si oui, en résulterait-il un choc tel sur l'offre de la RFA que l'inflation s'accélérait rapidement ?

Dès les mois de septembre-octobre, les interrogations avaient profondément changé de nature. Il apparaissait que les ménages est-allemands, en dépit de l'augmentation anticipée du chômage, n'avaient épargné (passés les mois de juillet et août) qu'une faible partie de leur DM. Leur consommation s'accroissait rapidement et se portait massivement, qu'il s'agisse de biens durables ou de biens de consommation courante, sur les produits occidentaux, délaissant complètement les productions est-allemandes. Ce choc de demande s'est rapidement propagé à la consommation des ménages ouest-allemands à travers deux canaux. D'une part, l'accélération de la production ouest-allemande a entraîné celle de l'emploi, donc des revenus salariés; d'autre part les achats massifs d'automobiles d'occasion par les allemands de l'Est ont fourni aux ménages de l'Ouest un surcroît de revenu qui leur a permis d'acheter des voitures neuves. La poussée de la consommation des ménages, effective et encore anticipée pour les trimestres suivants, a entraîné une forte croissance de l'investissement des entreprises. L'ensemble de l'activité économique s'est donc caractérisé par une expansion soutenue, l'infléchissement amorcé fin 1990 ayant été modéré. Le taux de chômage était tombé en Allemagne occidentale à 5,6% en février 1991, contre 6,6% en juin 1990.

Ces effets en chaîne n'ont toutefois pas provoqué une véritable poussée inflationniste, bien qu'ils soient intervenus au moment où le prix du pétrole augmentait. L'indice des prix de détail a augmenté au rythme annuel de 3,4% au troisième trimestre et 4,2% au dernier; hors énergie, le rythme n'a été durant ces périodes que de 2,2%. En effet les coûts salariaux unitaires qui avaient progressé durant le premier semestre 1990 ont au contraire baissé durant le second, car les salaires nominaux sont restés sur leur tendance antérieure tandis que production et productivité progressaient vivement. Par ailleurs le surcroît de demande allemande est

intervenir au moment où les exportations fléchissaient sous l'effet du retournement conjoncturel dans les pays occidentaux. La demande intérieure a donc pris le relais en tant que moteur de la croissance, tandis que les entreprises ouest-allemandes se détournent des marchés étrangers pour satisfaire la demande nationale. Celle-ci a en outre fait largement appel aux importations. Au total, le choc de demande a eu pour effet non pas une accélération significative de l'inflation, mais une détérioration extrêmement brutale du solde commercial. Ce solde n'atteignait plus que 0,5 milliards de DM en moyenne sur novembre-décembre contre 12 milliards en moyenne sur janvier-février 1990.

Deux questions se posaient dès lors : combien de temps le choc de demande allait-il continuer à dynamiser l'économie ouest-allemande ? Qu'allait-il advenir de l'ex-RDA, qui risquait de se transformer en Mezzogiorno, combien coûterait sa mise à niveau ?

En mars 1991, il apparaît clairement que le problème majeur auquel l'économie allemande est confrontée n'est pas celui d'un excès de demande mais d'un besoin considérable de capitaux. Les implications à moyen terme de cet état de fait ont déjà eu des répercussions sur le passé récent. Au fur et à mesure que s'alourdissait le devis de la réunification, et qu'il apparaissait que le secteur privé n'en prendrait qu'une faible partie à sa charge, le type de décisions budgétaires à prendre a fait l'objet de controverses de plus en plus vives. Jusqu'aux élections de décembre, le gouvernement ouest-allemand prétendait pouvoir éviter l'augmentation des impôts. Cette échéance politique passée, il a annoncé que des augmentations auraient lieu, mais pour couvrir la participation financière de l'Allemagne à la guerre du Golfe. Ce prétexte opportun n'a pas autorisé une augmentation suffisamment importante pour éviter un creusement du déficit. La Bundesbank est opposée à la fois à une augmentation des impôts et à un creusement du déficit. Elle préconise pour sa part une réduction des dépenses. Ne pouvant infléchir les décisions du gouvernement, elle a durci sa propre politique : les taux d'intérêt ont été plusieurs fois relevés.

La réunification allemande a de façon générale amorti l'impact du retournement conjoncturel sur **les autres pays d'Europe occidentale**. Les exportations en volume de marchandises de l'Allemagne n'ont en effet augmenté que de 4% en rythme annuel au premier semestre 1990 puis régressé de 1% au second. Durant les mêmes périodes, les importations augmentaient de 10 puis de 22%. Ces chiffres sont plus significatifs de l'effet d'entraînement sur les pays étrangers que ne le sont ceux du commerce de biens et services qui incluent les échanges interallemands. Les pays européens ont largement bénéficié de cette évolution en subissant moins fortement sur leurs marchés intérieurs la pression des produits allemands et en accroissant vigoureusement leurs

exportations. Activité intérieure et soldes extérieurs s'en sont trouvés améliorés toutes choses égales par ailleurs <sup>3</sup>.

#### 14. Les bouleversements en Europe de l'Est

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

Les pays de la région, au-delà de leurs différences <sup>4</sup>, offrent durant cette période quatre caractéristiques communes. En premier lieu, ils mettent en oeuvre des réformes tendant à rapprocher leur fonctionnement de celui des économies de marché. Il s'agit d'une continuation pour la Pologne et la Hongrie ; d'une mise en place pour la Tchécoslovaquie, la Bulgarie et la Roumanie ; de projets encore largement débattus pour l'URSS. La production industrielle, pour autant que les chiffres aient un sens, a diminué en 1990 de 25% en Pologne, 13% en Bulgarie, 10% en Hongrie, 5% en URSS, 3,5% en Tchécoslovaquie. En deuxième lieu, les incertitudes politiques sont grandes, le passage à l'économie de marché s'opérant à un coût social élevé et suscitant des oppositions violentes. En troisième lieu, tous ces pays sauf l'URSS ont désormais passé des accords avec le FMI. Dans la mesure où ils les respectent, ils mettent donc en oeuvre des politiques de restriction conjoncturelle et de libéralisation structurelle. En dernier lieu, tous ces pays sont concernés par la disparition du COMECON <sup>5</sup>. Les échanges entre anciens pays membres, singulièrement entre l'URSS et chacun des autres, doivent désormais s'effectuer aux prix du marché mondial et en devises convertibles. Annoncée dès la mi-1990, cette mesure a été anticipée dans ses effets par les pays d'Europe de l'Est qui se sont immédiatement tournés vers l'Occident ; les échanges intra-COMECON se sont donc effondrés avant la disparition du cadre institutionnel qui les régissait. Cette évolution est intervenue à un mauvais moment, celui d'un ralentissement marqué des importations occidentales.

La plupart des pays, l'URSS faisant exception, ont été touchés par la hausse du prix du pétrole. Ils devaient en effet à partir de janvier 1991 s'approvisionner aux prix du marché et en devises convertibles. Là encore cette décision a été anticipée dès la mi - 1990, l'URSS — leur

<sup>3</sup> La situation des autres pays d'Europe continentale est présentée en annexe 3.

<sup>4</sup> Pour un examen de la situation par pays, voir l'annexe 4.

<sup>5</sup> Cf. Thomas FRICKE "L'Allemagne unie à l'Est, une expansion commerciale plus difficile", *Lettre de l'OFCE*, n° 83, 22 février 1991.

fournisseur traditionnel — n'étant plus en mesure de leur fournir les quantités habituelles (à la fois parce qu'elle souhaitait se procurer tout de suite des devises convertibles et parce que sa production intérieure diminuait). Ces pays ont donc dû acheter tout de suite une partie de leur pétrole sur le marché mondial, à un prix bien supérieur à celui auquel ils étaient accoutumés.

Dans ces conditions, loin d'offrir le "marché du siècle" dont certains observateurs avaient rêvé il y a peu de temps encore, l'Europe de l'Est a constitué un frein aux exportations de produits manufacturés des pays de l'OCDE, qui ont baissé de près de 30% en volume entre le dernier trimestre 1989 et le dernier trimestre 1990 en direction de cette région.

Globalement le commerce mondial de produits manufacturés a accusé nettement le triple coup du ralentissement conjoncturel, de la crise du Golfe et de l'effondrement des marchés d'Europe de l'Est au second semestre de 1990. En volume les importations mondiales de produits manufacturés auraient diminué de plus de 1% par rapport au premier semestre de 1990, alors qu'elles progressaient encore de 6% dans la première partie de l'année. Le retournement est à peine moins net pour les pays industrialisés — dont les importations ont stagné au second semestre — que pour les pays en développement, OPEP inclus (-1%).

## 2. Vers une détente financière à court terme

**21. Malgré l'absence de coordination des politiques économiques, la résorption des déséquilibres financiers Nord-Nord va s'accélérer.**

La configuration actuelle des décalages conjoncturels dans la zone OCDE est tout à fait propice à une accélération du rééquilibrage des balances courantes des trois principaux pays industrialisés.

Aux Etats-Unis, l'entrée en récession de l'économie au 4ème trimestre de 1990 s'accompagne d'une décélération très nette des importations, qui se traduira une réduction de leur volume aussi bien au premier qu'au second semestres de 1991. Simultanément la dépréciation du dollar enregistrée en 1990 autorisera d'importants gains de parts de marché. Le déficit en produits industriels va en conséquence se réduire dans les prochains trimestres. Le redressement de la balance courante sera d'autant plus ample que les Etats-Unis vont capter, pour des raisons politiques, l'essentiel du marché que constituera la reconstruction du Koweït. Leurs ventes d'armes sont par ailleurs en pleine expansion, à la suite des résultats spectaculaires obtenus pendant la guerre du Golfe. Le

retour du prix du pétrole à son niveau normal depuis la mi-janvier permettra en outre d'alléger notablement leur facture énergétique, par rapport aux niveaux du second semestre 1990. Enfin, les Etats-Unis vont recevoir près de 40 milliards de dollars sous forme de transferts correspondant à la participation financière de pays tels que l'Arabie Saoudite, l'Allemagne et le Japon à la guerre du Golfe.

Le déficit de leur balance courante va donc se réduire assez brutalement au deuxième trimestre de 1991 avant de revenir sur sa tendance baissière antérieure en 1992, soit 50 milliards de dollars en 1992 après 30 en 1991 (voir le tableau retraçant en annexe les principaux éléments de cette prévision internationale). Rappelons que ce déficit était encore de 100 milliards en 1990 après avoir culminé à 160 milliards en 1987.

La situation est tout autre en **Allemagne de l'Ouest et au Japon** où la poussée de la demande intérieure s'est traduite par une explosion des importations en volume au second semestre de 1990 : +10% au Japon et +13% dans l'ex-RFA. A l'exportation ces deux derniers pays perdent des parts de marché du fait que leurs appareils productifs se tournent davantage vers les marchés intérieurs et que leurs taux de change étaient fortement surévalués vis à vis du dollar au cours des trimestres précédents. Or l'effet sur les volumes de prix relatifs défavorables se produit avec un décalage de 3 à 4 trimestres. Cette situation va donc se prolonger durant l'essentiel de 1991 : la récente remontée du dollar, si elle persiste, n'affectera pas les volumes avant la fin de l'année.

Dans le cas de l'ex-RFA l'excédent courant, qui avait continué à se gonfler jusqu'à 55 milliards de dollars en 1989 et qui était encore de 45 en 1990, pourrait s'annuler en 1991. Le mouvement spectaculaire de rééquilibrage du volume des échanges sera en effet temporairement amplifié par les transferts de guerre aux Etats-Unis. Le Japon n'enregistrera en revanche qu'une légère diminution de son excédent courant à 30 milliards de dollars en 1991, l'essentiel de ce mouvement ayant été opéré au cours des années passées: après avoir culminé à 87 milliards de dollars en 1987, celui-ci n'était plus que de 35 milliards en 1990.

Entre ces trois pays, il ne s'agit pas d'un jeu à somme nul ; la compensation des mouvements des balances courantes ne sera pas intégrale : leur solde cumulé, qui était de - 20 milliards en 1990, pourrait s'annuler en 1991. Il faut ajouter à cela que le Royaume-Uni, sous l'effet de la forte récession qui le frappe et des transferts dont il bénéficiera lui aussi au titre de la guerre, va comme les Etats-Unis voir son déficit courant se réduire massivement : il pourrait passer de 30 à 10 milliards de dollars. Une espace est donc ouvert pour l'accroissement des besoins nets de financement à hauteur de 40 milliards dans le reste du monde.

Quelle sera la contrepartie de ces 40 milliards de dollars ? Les flux bruts sont bien sûr complexes, et les flux nets que l'on décrit ne sont qu'un résumé sommaire de la situation. De manière générale, ce n'est pas dans les autres pays européens que les balances courantes vont se dégrader. La plupart d'entre eux au contraire enregistreront des améliorations imputables à deux séries d'éléments : d'une part le retour du prix du pétrole à son niveau d'avant crise ; d'autre part le décalage conjoncturel avec l'Allemagne de l'Ouest. France, Italie, Espagne par exemple devraient réduire légèrement leurs déficits. Ce ne sont pas non plus les deux pays à forts déficits récents que sont le Canada et l'Australie : l'un et l'autre ont accusé l'an passé un solde de - 14 milliards de dollars, mais sont plongés dans des récessions suffisamment sévères pour abaisser ces montants.

En raison tant de l'évolution du prix du pétrole que des fortes importations qui vont être nécessaires cette année dans la région du Golfe, la majeure partie de la compensation va se trouver dans la zone OPEP : celle-ci passerait d'un excédent de 15 milliards de dollars en 1990 à un déficit de 30 en 1991. Il reste toutefois une petite marge aux autres pays en développement et à l'Europe de l'Est pour creuser un peu leur déficit ; de ce point de vue, leur contrainte extérieure s'allégera un peu.

**22. En dépit de lourds déficits budgétaires aux EU et en RFA, les tensions seront limitées sur les marchés mondiaux de capitaux.**

221. Malgré son ampleur le déficit budgétaire américain n'est pas alarmant.

Aux Etats-Unis, le déficit budgétaire officiellement attendu pour l'exercice fiscal 1991 s'élève à "318 milliards de dollars", niveau le plus élevé jamais atteint en termes nominaux. Cette évaluation est faite en tenant compte des excédents de la sécurité sociale. Si l'on s'en tient au concept désormais visé par la loi GRH, on est plus proche de 380 milliards ; encore ce chiffre sous-estime-t-il la réalité puisqu'il est fondé sur des hypothèses macro-économiques de croissance peu vraisemblables. 400 milliards (soit 7,2% du PNB) semblent constituer une estimation plus réaliste... mais pas nécessairement inquiétante (voir annexe 5). Deux remarques peuvent être faites.

D'une part il s'agit d'un problème d'ordre interne qui ne pèsera pas sur le marché mondial des capitaux. Les "déficits jumeaux" ont depuis plusieurs années cessé d'être jumeaux. En 1990 (année calendaire), le déficit budgétaire atteignait 315 milliards de dollars, soit plus du triple du

déficit de la balance courante; en 1989 le rapport était déjà du simple au double. Au cours de l'année fiscale 1991, les Etats-Unis n'opéreront quasiment pas de ponction sur l'épargne étrangère, contrairement à ce qui s'est passé durant la majeure partie des années quatre-vingt; ils n'exerceront pas de pression à la hausse sur les taux d'intérêt. La dette extérieure nette, rapportée au PNB, baissera. En d'autres termes, le creusement du déficit budgétaire est en partie compensé par la réduction des besoins de financement des agents privés dans un contexte de récession.

D'autre part, il faut ajouter qu'une partie du déficit se finance de lui-même, puisque le déficit issu de la garantie des dépôts correspond d'une manière ou d'une autre à des titres publics remis aux épargnants.

Le déficit fédéral ne devrait donc pas avoir de conséquences financières graves à court terme. Qui plus est, il se réduira l'an prochain (et sans doute en 1993) sous le double effet du redémarrage de l'activité et du dégonflement du déficit dû au sauvetage des secteurs en faillite du système financier. Il n'en reste pas moins qu'à court terme, la conséquence d'un tel solde est que l'Administration ne dispose plus d'aucune espèce de marge de manoeuvre pour agir conjoncturellement. Elle ne peut en aucun cas accroître délibérément les recettes ou abaisser les impôts pour accélérer la sortie de récession. Tout le pouvoir de décision est désormais aux mains du Fed, c'est à dire d'autorités nommées et non pas élues.

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

L'unification économique et monétaire de l'Allemagne s'avère avoir un coût très largement supérieur à ce que les autorités ouest-allemandes avaient imaginé il y a un an. L'état de l'appareil productif de l'ex-RDA est tel que la production continue à s'effondrer mois après mois. Une partie des entreprises était spécialisée dans la fabrication de produits destinés à l'exportation vers les autres pays d'Europe de l'Est, produits dont le marché s'effondre avec la dissolution du COMECON et qui sont invendables en Occident. Le passage rapide à l'économie de marché aurait impliqué la fermeture des fractions non rentables de l'appareil productif, et donc le licenciement des salariés concernés. A la fin de l'année 1990 il est apparu que cette stratégie ne pouvait pas être mise en oeuvre brutalement, étant donné l'ampleur de son champ d'application ; le gouvernement ouest-allemand se voit contraint de subventionner de nombreuses entreprises pour qu'elles fonctionnent à perte.



Ceci explique que le nombre des chômeurs s'élevait "seulement" à 760000 fin 1990 dans l'ex-RDA, tandis que 1,8 millions de personnes étaient concernées par le chômage technique. Le nombre des personnes actives employées atteignait alors 7,8 millions contre 9,5 millions un an avant, la baisse ayant notamment eu pour contrepartie des départs massifs de population. L'immigration vers l'Ouest se poursuit. Cela appelle aussi un coût budgétaire en termes de transferts sociaux. Le point bas de la production est-allemande ne sera sans doute guère atteint avant le second semestre 1992.

Jusqu'aux élections de décembre, l'éventualité d'une hausse des impôts avait été écartée. Un premier train de mesures a été décidé en janvier. Il s'est rapidement avéré insuffisant pour empêcher une explosion du déficit public, de sorte que d'autres mesures ont été adoptées début mars : relèvement de la taxe sur les produits pétroliers, et hausse de 7,5% des impôts sur les revenus et sur les sociétés notamment. Assez mal perçues par les ménages ouest-allemands, ces mesures sont fortement critiquées par la Bundesbank et n'empêcheront pas le déficit budgétaire de se creuser lourdement <sup>6</sup>.

223. La demande mondiale de capitaux sera limitée en 1991 et s'accroîtra lentement en 1992.

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

---

<sup>6</sup> Le Président de la Bundesbank a publiquement exprimé fin mars le fait qu'il considérait l'union économique allemande comme un désastre. Les autorités monétaires souhaitaient à la fois plus de rigueur dans la gestion de la transition à l'Est et le recours à d'autres moyens pour couvrir les dépenses subsistant. Elles préconisent une réduction des dépenses plutôt qu'une hausse des impôts et craignent que ne s'enclenche en Allemagne un processus comparable à celui que les Etats-Unis ont vécu durant les années quatre-vingt : un déficit budgétaire considéré comme transitoire parce que s'apparentant à un investissement, apparaissant au bout de quelques années comme permanent et totalement incontrôlable. Comme la Fed dix ans auparavant, la Bundesbank réagit par un durcissement de sa propre politique. L'impact de la politique budgétaire sur la croissance ouest-allemande est discuté dans l'annexe 6.

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

La reconstruction du Koweït se traduira certainement par des levées d'emprunts sur les marchés internationaux, qui s'ajouteront à ceux récemment lancés par l'Arabie saoudite. Il est peu probable toutefois que ces opérations prennent une dimension exceptionnelle <sup>7</sup>.

Est-ce à dire que le problème de l'insuffisance mondiale de l'épargne face aux besoins de capitaux a disparu ? Assurément non ; il est toutefois repoussé dans le temps par le creux conjoncturel que traverse la zone OCDE. Il recommencera à se poser, graduellement, en 1992, et reprendra sans doute toute son acuité fin 1993.

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

**31. Les rythmes de hausse des prix se ralentiront en 1991.**

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

---

<sup>7</sup> Les estimations les plus courantes sur le coût de la reconstruction sont de l'ordre de 40 milliards de dollars. Les dépenses correspondantes serot étalées sur plusieurs années et une partie pourrait être financée directement par les revenus de placement de l'Emirat. En supposant une lente reprise des exportations pétrolières, les besoins de financement extérieurs ne devraient pas excéder 7 à 8 milliards de dollars par an.

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

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

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

Le second facteur d'inflation dans les pays industrialisés au cours des semestres récents avait trait aux tensions sur les facteurs de production, capital et travail. Celles-ci sont évidemment atténuées par le creux conjoncturel : les taux d'utilisation des capacités productives se détendent presque partout, y compris au Japon, la seule exception appelée à disparaître dès les prochains mois étant constituée par l'Allemagne de l'Ouest. En ce qui concerne les marchés du travail, des tensions subsistent — au Japon et en Allemagne de l'Ouest où les progressions nominales excèdent de 2 à 3 points les gains de productivité) mais elles ne sont pas généralisées. Dans les pays à forte inflation salariale, la récession en cours pourrait conduire à un infléchissement des comportements. C'est probablement le cas au Royaume-Uni, où la double contrainte du chômage et des mécanismes du SME pèse fortement sur les salaires. Ne pouvant plus compter sur les variations du change pour rétablir leur compétitivité, les entreprises vont être contraintes d'adopter en matière salariale des positions extrêmement fermes.

Dans ces conditions les prix à la consommation pourraient n'augmenter en moyenne que de 6,5% au Royaume-Uni en 1991 (contre 9,5% en 1990). L'inflation américaine s'établirait au voisinage de 4%, celles de l'Allemagne et du Japon seraient un peu inférieures à 3,5%.

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

La politique monétaire des Etats-Unis s'est déjà assouplie depuis l'été 1990, autorisant une baisse des *fed funds* de plus de 8,25% en juillet à 6%

en mars 1991 ; elle continuera à le faire au moins jusqu'à l'été 1991. Cela semblera en effet à la fois nécessaire et possible.

Nécessaire, parce qu'il s'avérera rapidement, ce dont du reste la Fed est convaincue, que la récession n'est pas due à la crise du Golfe et qu'en conséquence la fin de la guerre ne provoquera pas une reprise durable. Or la poursuite d'une récession au-delà de l'été fait courir de graves risques à une économie fragilisée par la crise de son système financier. Les autorités économiques ne laisseront pas l'assainissement aller jusqu'à son terme, optant pour la prise en charge immédiate des secteurs en faillite, puis la mise en oeuvre de réformes structurelles susceptibles d'apurer la situation plus doucement.

Possible, parce que les risques liés à une détente seront minimes. Lorsqu'il s'avérera que l'inflation se situe sur un rythme de 4 et non pas de 6%, les taux d'intérêt réels apparaîtront élevés: les Fed funds peuvent descendre sans danger jusqu'à 5,5%. Par ailleurs il n'y a pas à craindre un différentiel de taux avec l'Allemagne ou le Japon puisque le solde extérieur à financer sera fortement réduit.

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

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

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

Au **Japon**<sup>8</sup>, sous l'effet d'une politique monétaire très restrictive visant à résorber l'excès de liquidités accumulé les années antérieures et à lutter contre les tensions inflationnistes dues à la surchauffe de l'économie, les taux d'intérêt à court terme ont entamé à la mi-1988 un mouvement de hausse qui s'était poursuivi jusqu'à la fin de l'année 1990 ; ils se sont élevés de près de 5 points en deux ans et demi. En janvier 1991 toutefois le mouvement s'est interrompu, laissant place dans un premier temps à une stabilisation. Les taux à long terme, au-delà de fluctuations de court

---

<sup>8</sup> Voir l'annexe 7 consacrée à la situation dans ce pays.

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

En **Allemagne**, la hausse des taux courts qui s'était amorcée à la mi-1988, avait marqué à partir de l'automne 1989 une pause de près d'une année. Face aux risques inflationnistes liés à l'unification, la Bundesbank a de nouveau durci sa position en novembre 1990 et a jugé opportun de le faire à nouveau le 1<sup>o</sup> février 1991, au début de la guerre, en relevant ses taux directeurs d'un demi-point. Au total la hausse des taux courts dépasse 5 points entre la mi-1988 et mars 1991. Les taux longs en revanche ont cessé d'augmenter dès le printemps 1991. En effet leur montée rapide depuis la mi-1989 anticipait les tensions liées au financement de l'unification. Qui plus est, à 9% durant les premiers mois de 1991, les taux longs dégagent encore une marge réelle élevée, la tendance inflationniste ne dépassant pas 3,5%. C'est sans doute à l'été que les taux allemands, sensibles au ralentissement de la conjoncture et aux bonnes performances en matière d'inflation, amorceront un lent mouvement de repli.

Le haut niveau des taux allemands n'a guère exercé jusqu'ici d'effets de contagion sur les autres économies européennes. Il s'oppose sans doute à un repli plus marqué, mais n'a pas empêché en mars 1991 l'abaissement des taux espagnol, britannique et français sans que les monnaies de ces pays aient à en pâtir.

Le DM, il est vrai, ne fait pas figure actuellement de monnaie forte. Le dollar a entamé à la fin de la guerre un mouvement de hausse plus rapide contre la monnaie allemande (15% entre la mi-février et la fin mars) que contre le yen (10%). Pourquoi ? Les différentiels de taux d'intérêt auraient, à eux seuls, eu tendance à provoquer plutôt une baisse de la devise américaine, d'autant que son statut de valeur refuge s'éclipsait avec la fin de la guerre. Les anticipations ont certainement joué un rôle crucial : la remontée récente du dollar semble motivée par la perspective du rééquilibrage rapide des balances courantes dans les prochains mois. Lorsque cette perspective sera confirmée, c'est à dire au milieu de l'année 1991, la prévision la plus communément admise sera sans doute une dégradation du solde américain dans le courant du second semestre, appelant alors une dépréciation du dollar. Il est en outre possible que le dollar ait été "dopé" au mois de mars par l'anticipation, erronée nous semble-t-il, que la fin de la guerre permettrait une reprise rapide de l'activité. Dès le second semestre toutefois, les facteurs fondamentaux

retrouveront tout leur impact pour maintenir le taux de change du dollar à un bas niveau (autour de 1,55 DM et 130 yen).

Le DM est plus touché que le yen par l'appréciation du dollar parce que l'Allemagne est confrontée à des difficultés structurelles et non pas simplement à une surchauffe conjoncturelle. L'absorption de l'ex-RDA s'apparente à une perte d'efficacité à moyen terme de l'économie allemande : le stock de capital par tête s'y trouve notablement abaissé. Certes, il y a là source de dynamisme par l'effort d'investissement requis. Certes encore, à horizon de 5 ans cela signifie une puissance économique allemande accrue. Dans l'immédiat, cela veut dire disparition de l'excédent courant et tensions sur le partage des revenus <sup>9</sup>.

#### **34. L'activité et le commerce mondial pourraient redémarrer au second semestre de 1991.**

La détente monétaire favorisera les reprises d'activité. Celles-ci ne sont pour autant ni imminentes ni très rapides. Aux Etats-Unis une véritable reprise n'interviendra sans doute qu'au troisième trimestre. Le taux de croissance du PNB sera par la suite plus faible que lors des phases comparables des cycles précédents, précisément parce que la récession aura été relativement faible et brève (le PNB affichera tout de même une baisse de près de 1 point en moyenne annuelle en 1991). L'assainissement n'aura eu lieu que partiellement, les parcs de biens durables, logement, bâtiments productifs et équipement des entreprises n'auront pas besoin d'être rapidement renouvelés ou étendus.

Les reprises seront d'autant plus tardives que l'entrée dans la phase de ralentissement conjoncturel l'aura été. Le Royaume-Uni pourrait suivre un cheminement analogue à celui des Etats-Unis. Les pays d'Europe continentale en revanche ne peuvent guère espérer un rebond avant la fin de l'année, rebond qui pourrait n'intervenir au Japon qu'au début de 1992 et en Allemagne de l'Ouest au milieu de cette année-là.

Ce dernier pays connaîtra en 1991 un taux de croissance de son PNB certes très inférieur à celui de 1990 (2,5% au lieu de 4,5%), mais

---

<sup>9</sup> C'est l'une des raisons pour lesquelles le Royaume-Uni a pu abaisser ses taux d'intérêt sans que la Livre ne se trouve tirée vers le plancher du SME. Cette devise sera sans doute soumise à des pressions durant le second semestre 1991. Mais, la tendance encourageante de désinflation aidant, il est possible que si un ajustement intervient à ce moment là, il s'apparente à celui que l'Italie avait opéré en janvier 1990 et non à une dévaluation importante. La marge de fluctuation pourrait être ramenée des 6% exceptionnels actuels aux 2,25% qui prévalent pour les autres monnaies, la nouvelle bande étant située en bas de l'ancienne. Le point sur la situation britannique est présenté dans l'annexe 8.

supérieur à celui de la plupart des autres pays européens. Sa demande intérieure sera en effet stimulée par l'augmentations du pouvoir d'achat et par le déficit budgétaire, en dépit des hausses d'impôt. Les immigrants auront en outre tendance à dépenser la totalité de leur revenu, même si celui-ci est faible, ce qui exercerait sur la consommation des ménages un effet positif de près de 1/2 point. Cette évolution, jointe aux besoins de reconstruction dans l'ex-RDA, incitera les entreprises à poursuivre un certain effort d'investissement. Les exportations continueront à être entravées et les importations à progresser à un rythme encore important, quoique ralenti. L'accroissement toujours soutenu de la demande intérieure allemande continuera donc de tirer les exportations de ses partenaires européens. A l'intérieur de l'Allemagne, la dichotomie constatée en 1990 se poursuivra au cours des prochains semestres : la situation de l'ex-RDA va continuer à se dégrader.

En 1992, les pays européens verront leur croissance s'accélérer à l'approche du grand marché. Le Japon bénéficiera du redémarrage du marché nord-américain, de sorte que tous les pays industrialisés croîtront en phase. Cette période ne devrait pas voir l'inflation s'accélérer.

Le reste du monde sera moins dynamique <sup>10</sup>. Après trois années de croissance les importations de produits manufacturés des pays en développement, NPI et OPEP inclus, stagneront en 1991. Les résultats négatifs de la zone OPEP pèseront sur cette évolution d'ensemble.

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

Au total, le commerce mondial de produits manufacturés pourrait enregistrer en 1991 une croissance très faible, de l'ordre de 2%, après 6,4% en 1990. Les marchés d'Europe continentale toutefois, au premier chef l'Allemagne, seront plus dynamiques que les pays anglo-saxons ou les zones non OCDE. 1992 sera l'année du redémarrage du commerce mondial.

---

<sup>10</sup> Voir l'annexe 9 consacrée à la situation conjoncturelle des régions en développement.

### **Annexe 1 : Les mécanismes traditionnels du retournement conjoncturel**

- Du côté de la demande : les effets de parc jouent traditionnellement dans les secteurs de biens durables de consommation, du logement et des biens d'équipement. Pendant la phase ascendante du cycle, les agents renouvellent ces biens au prix d'un endettement croissant. Les parcs s'accroissent en vue de la satisfaction des besoins jusqu'à que les ratios endettement/revenu atteignent des niveaux jugés excessifs tant par les agents endettés que par leurs créanciers. Ces composantes de la demande intérieure fléchissent alors. Le ralentissement de la production dans les secteurs concernés est amplifié par les mouvements des stocks. Les revenus distribués décélèrent avec l'emploi, ce qui transmet l'onde de ralentissement au reste de l'économie

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

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

- Les tensions accrues sur le partage de la valeur ajoutée et la montée de l'endettement conduisent en général les autorités monétaires à mettre en oeuvre des politiques restrictives qui déclenchent ou accentuent le ralentissement. La situation du Royaume Uni est exemplaire à cet égard, les revendications salariales étant devenues sans aucune mesure avec des gains de productivité inexistantes, la politique monétaire s'est rapidement durcie jusqu'à précipiter l'entrée en récession (voir sur ce point l'annexe 8).



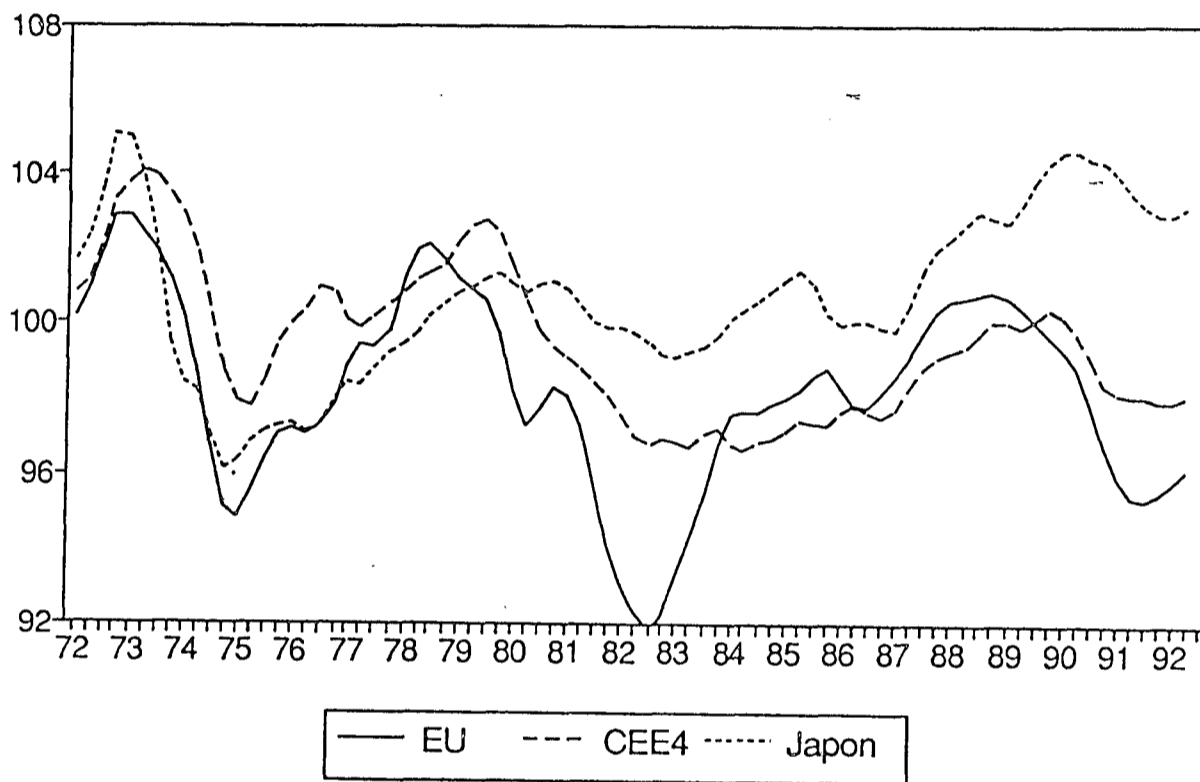
## **Annexe 2 : Difficultés et réformes du système financier aux Etats-Unis**

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

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

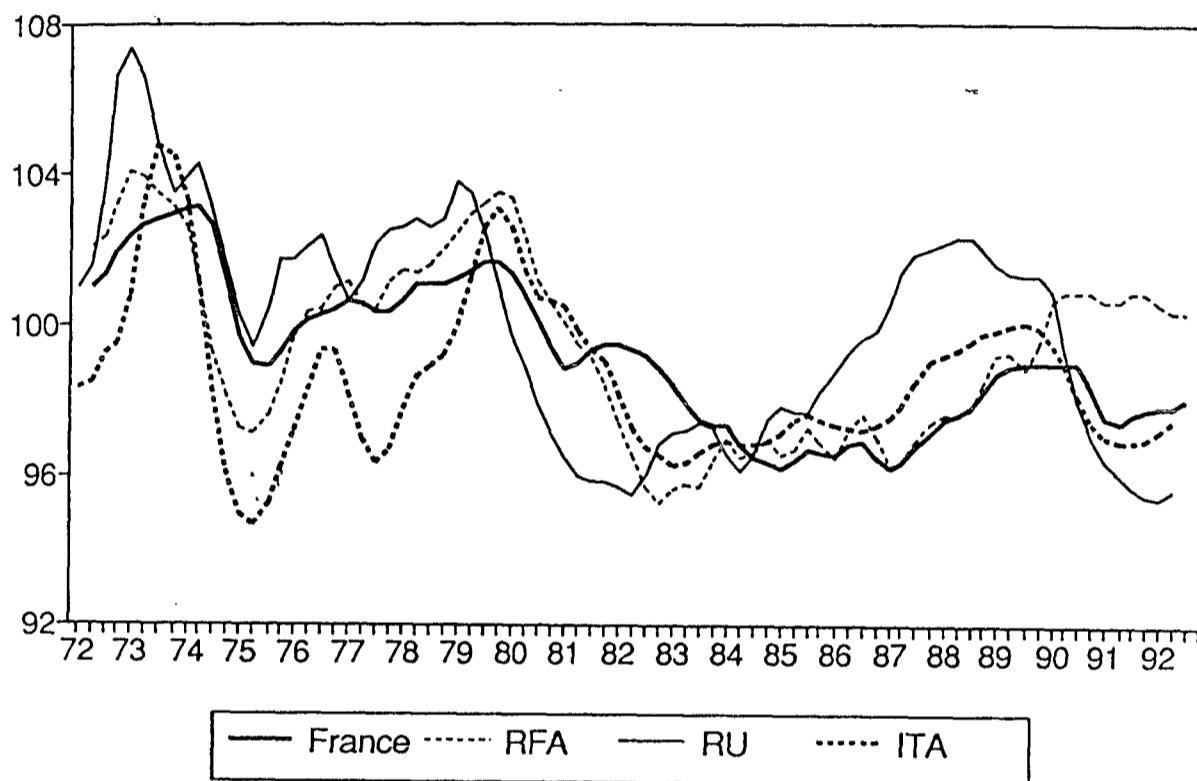
Des organismes ad hoc ont été créés ou étendus pour "nationaliser" les entreprises financières en faillite. Les deux plus importants sont la RTC et le FDIC. La Resolution Trust Corporation, créée en 1988, récupère les actifs des Caisses d'Epargne qu'elle liquidera le moment opportun (ce qui n'est pas le cas pour les actifs immobiliers) et est autorisée à émettre pour 50 milliards de dollars d'obligations du Trésor remboursables en 40 ans. Le Federal Deposit Insurance Corporation garantit les dépôts. Les primes que lui versent les banques ont été portées à la fin de 1990 de 12 à 19,5 cents par 100 dollars. Cela semble toutefois insuffisant face à l'ampleur des sommes en jeu; cet organisme apparaît d'autant plus sous-capitalisé qu'il a au cours des trimestres récents bien souvent indemnisé les dépôts au-delà de la limite légale au nom de la règle "too big to fail". La réforme du FDIC actuellement proposée par l'Administration incitera les intervenants à plus de prudence.

Graphique 1a. PNB REEL / PNB POTENTIEL  
en %



Sources : OCDE , calculs ofCE

Graphique 15. PNB REEL / PNB POTENTIEL  
en %



Sources : OCDE , calculs OFCE

La prime d'assurance versée par les banques sera différenciée par des ratios prenant en compte les engagements et les fonds propres ; ainsi les établissements en bonne santé ne subventionneraient plus ceux qui prennent des risques excessifs. Par ailleurs, le montant des dépôts garantis sera limité. Non seulement la règle du "trop gros pour faire faillite" est abandonnée, mais encore la garantie serait limitée à deux comptes par client (un normal et un de retraite) pour un montant de 100 000 dollars chacun ; 100 000 dollars constitue le plafond actuel, mais il s'applique à un nombre illimité de dépôts par personne physique ou morale de sorte notamment que les gros investisseurs ne sont pas incités à placer leurs fonds dans des établissements financiers sains. Le projet propose par ailleurs la création d'une nouvelle agence fédérale bancaire qui, sous l'autorité du Trésor, superviserait l'ensemble des banques nationales et des caisses d'épargne. Le FDIC deviendrait alors un simple organisme d'assurance mais perdrait son rôle réglementaire. Le Fed verrait son rôle accru sur une grande part des établissements.

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

### Annexe 3 : La conjoncture dans les autres pays d'Europe continentale

*L'Autriche, les Pays-Bas et la Belgique* ont particulièrement bénéficié de la vigueur de la demande intérieure allemande, ce qui explique la poursuite d'une croissance rapide de l'activité durant les trois premiers trimestres de 1990. Au 4<sup>e</sup> trimestre en revanche, sous l'impact de la crise du Golfe, la conjoncture s'est assez brutalement retournée en Belgique, où le chômage a recommencé à augmenter, et seulement infléchié aux Pays-Bas, bénéficiaire dans l'immédiat de la hausse du prix des hydrocarbures.

La *France* s'est trouvée, comme souvent, en position intermédiaire entre les pays bénéficiaires de la haute conjoncture germanique et ceux privés de capitaux par l'attraction du Mark. Dès 1989 le ralentissement de l'activité était bien engagé, plus visible qu'au Royaume-Uni mais moins marqué qu'en Italie dans un contexte de saturation des équipements et de faibles gains de productivité. En fin d'année les taux d'intérêt réels se sont élevés à 6 - 7% à court et à long terme et y seront restés en moyenne en 1990. Jusqu'au troisième trimestre de 1990 les entreprises françaises ont cependant soutenu la consommation en créant de nombreux emplois et accru leur effort d'investissement en dépit d'une épargne insuffisante. Mais l'endettement croissant qui en est résulté est apparu excessif lorsque la crise du Golfe et l'annonce d'une possible récession américaine ont détérioré le climat des affaires. La position anti-inflationniste prise par la politique économique en réaction à la hausse des cours du pétrole ayant ôté toute perspective de redressement des marges par les prix, les entreprises ont alors stoppé l'embauche, comprimé leurs stocks et différé leurs dépenses d'investissement, précipitant ainsi la baisse de l'activité en fin d'année.

En *Espagne*, le retournement conjoncturel était bien antérieur à la crise du Golfe: il s'était amorcé dès le second semestre 1989 sous l'effet de mesures destinées à enrayer la surchauffe. La rémunération moyenne par tête progressait en effet à près de 9% l'an ce qui, compte tenu du ralentissement marqué des gains de productivité, pesait lourdement sur les coûts unitaires. L'investissement se ralentissait plus rapidement que la consommation des ménages ; la compression des stocks amplifiait le mouvement de la demande finale, ce qui stabilisait la production industrielle dès l'été 1989. En dépit d'une politique budgétaire encore expansive, la politique monétaire restrictive commençait à ralentir l'inflation, celle-ci revenant à 6,5% l'an. Le déficit extérieur se creusait plus lentement. L'Espagne est l'un des pays occidentaux les plus touchés par la crise du Golfe, étant vulnérable tant aux répercussions inflationnistes qu'à la dégradation des échanges extérieurs : déjà au deuxième trimestre le déficit de la balance courante atteignait 3,7% du

PNB, soit autant qu'au Royaume-Uni. Le Gouvernement a en conséquence adopté un nouveau plan de refroidissement et renouvelé ses appels à la modération salariale. La production industrielle a baissé au cours des mois suivants, l'emploi s'est réduit et le chômage accru. Une fois passée la répercussion des effets immédiats de la hausse du prix du pétrole, les prix à la consommation sont revenus à la tendance antérieure et le solde commercial s'est un peu redressé. Afin en outre d'atténuer l'appréciation de la peseta à l'intérieur du SME, la Banque Centrale abaissait son taux d'intervention au mois de mars. A ce moment là, la phase descendante du cycle n'était pas achevée.

Le cas de l'Italie est similaire à de nombreux égards, mais la politique monétaire demeure très vigilante. Jusqu'au mois de septembre 1990, la Banque d'Italie utilisait les taux d'intérêt élevés comme moyen de pression sur les autorités budgétaires pour qu'elles prennent des décisions allant dans le sens de la rigueur. Là aussi, avant la crise du Golfe, l'inflation alimentée par les coûts salariaux avait dépassé un rythme annuel de 6% tandis que le déficit courant réapparut en 1987 avoisinait 2% du PNB. Le rythme de l'activité s'était nettement ralenti depuis la fin de l'année 1989, la production industrielle stagnant au-delà de forts soubresauts au mois le mois et le PNB diminuant au deuxième trimestre. La crise du Golfe a certes fait craindre l'entrée de l'économie dans une phase de franche récession, mais aussi une aggravation des déséquilibres en matière de prix et de soldes extérieurs. C'est pourquoi la politique monétaire s'est durcie, d'autant que la crise a éclaté au moment où se déroulaient d'importantes négociations salariales. Le solde commercial semble être revenu à son niveau d'avant le mini-choc pétrolier, la production a continué à décliner, mais l'inflation demeure rapide. La hausse des prix à la consommation s'étant accélérée en février, le gouvernement a décidé une baisse de certains prix administrés (notamment les transports ferroviaires et le gaz naturel). Le creux conjoncturel est un peu plus marqué qu'en Espagne, mais en mars 1991 on ne pouvait pas véritablement (ou pas encore) parler de récession.

#### Annexe 4 : Situation et perspectives des pays d'Europe de l'Est

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

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

En **Yougoslavie**, où des mesures amples ont été appliquées à une économie déjà moins planifiée que celle des autres pays de la région, l'inflation a été comprimée : la hausse des prix a été limitée à 120% en 1990 contre 2600% en 1989. Une importante dévaluation a eu lieu en janvier 1991, tandis que les dépenses publiques échappaient à tout contrôle. Le FMI a décidé à l'été 1990 de cesser d'accorder des crédits. Les négociations ont repris en janvier 1991, mais ce pays est plongé dans le chaos politique et les engagements pris par un Etat central contesté par les régions n'ont plus grande signification.

En **Tchécoslovaquie** peu de réformes ont encore été mises en place, celles-ci devant n'intervenir qu'à partir de janvier 1991. Ce pays a jusqu'à présent procédé à trois dévaluations, la plus récente ayant été effectuée en janvier 1991. 85% des prix ont été libéralisés en janvier 1991 tandis qu'était rétablie la convertibilité interne de la monnaie. La "petite" privatisation qui a démarré en janvier concerne 100000 petites

entreprises qui seront offertes dans un premier temps aux acquéreurs nationaux, dans un second aux étrangers. A partir de la fin de l'année sera lancée la "grande" privatisation concernant 4500 entreprises industrielles. Ces réformes sont accompagnées de mesures sociales, car elles vont entraîner de fortes hausses des prix, une chute de la production et donc la montée du chômage (officiellement anticipé à 15% de la population active en fin d'année).

La **Hongrie** au contraire a conservé la voie gradualiste. En 1990, 80% des prix avaient déjà été libérés et la politique monétaire a été resserrée. Le commerce extérieur est également très ouvert, mais de longue date déjà ce pays était plus tourné vers l'OCDE que les autres pays de la zone. Il a ainsi pu bénéficier du surcroît de demande allemand et, ses importations ayant fortement diminué, il a enregistré une amélioration de son solde commercial qui a dégagé un excédent sur l'ensemble de l'année. En 1991 le déficit public, qui avait diminué en 1990, va augmenter. Un plafond a été négocié avec le FMI. La part des prix libérés passera à 90%, les prix contrôlés seront de nouveau augmentés. Un deuxième programme de privatisations sera lancé, portant sur 2000 entreprises. Une diminution de la demande intérieure est attendue, en même temps qu'une nouvelle croissance des exportations. Il se pourrait que la production se stabilise.

La **Bulgarie**, qui n'a commencé à mettre en oeuvre des réformes qu'après l'arrivée au pouvoir du nouveau gouvernement en janvier 1991, a opté elle aussi pour la rapidité en adoptant en février 1991 un ensemble de mesures sous l'égide du FMI. 80% des prix ont été libérés en février 1991, et les autres fortement augmentés (500% pour l'alimentation, 1300% pour les transports). Les augmentations nominales de salaires sont autorisées à ne compenser ces hausses qu'à hauteur de 70%; un accord a été conclu avec les syndicats qui se sont engagés à ne pas déclencher de grève avant le mois de juillet. Il est prévu de diminuer de moitié les dépenses budgétaires et de restituer les terres à leurs propriétaires antérieurs. La convertibilité de la monnaie a été partiellement rétablie. La majeure partie des services va être privatisé. Les prévisions officielles pour l'année font état d'une chute de 8% du PNB, le taux de chômage passant de 2 à 10%.

En **URSS** enfin peu de mesures tendant vers l'économie de marché ont été jusqu'à présent adoptées. Economiquement, la situation est d'autant plus dégradée que les anciennes structures décisionnelles se sont effondrées mais n'ont pas été remplacées par de nouvelles. La production baisse principalement sous l'effet de la désorganisation, ce qui se voit par exemple dans le secteur pétrolier où le défaut de maintenance provoque des pertes considérables, ou dans le fait que le stockage et la distribution sont de plus en plus défectueux. L'un des problèmes que les autorités



cherchent à résoudre est celui de la surliquidité associée notamment au marché noir. A cet effet, les billets de 50 et 100 roubles ont été retirés de la circulation en janvier 1991, et les retraits bancaires sont désormais limités à 500 roubles par mois.

En 1991, la définition et la mise en oeuvre des réformes se heurteront au problème de répartition des compétences entre Moscou et les Républiques. La fixation centralisée des prix est progressivement abandonnée ; 30% des prix de gros restent fixés à Moscou, les autres étant négociés. Nombre d'entre eux ont été augmentés en janvier ; les prix de détail devraient suivre au mois d'avril. Un impôt sur le chiffre d'affaires, au taux de 5%, devrait être introduit, mais sa répartition entre le pouvoir central et les républiques reste à préciser. Fin mars devrait être fait un premier pas vers la convertibilité du rouble avec l'ouverture d'un marché des devises limité aux banques soviétiques habilitées à réaliser ce type d'opérations. Une politique monétaire plus restrictive a été annoncée. L'office central de planification et de nombreux ministères industriels devraient disparaître partiellement. 23000 entreprises devraient être privatisées. La gestion du commerce extérieur reste très incertaine; les circuits de décision remplaçant ceux du COMECON n'ont pas encore été établis. La seule certitude est que la production va s'effondrer; les estimations les plus diverses circulent, allant de 10 à 50% pour le PNB.

### **Annexe 5 : Le vote du budget aux Etats-Unis**

Comme tous les ans au mois de février, le Président des Etats-unis a récemment soumis au Congrès la proposition de budget élaborée par l'Administration pour l'année fiscale à venir, c'est à dire pour les 12 mois commençant en octobre suivant. Ces propositions seront débattues sans doute jusque fin septembre, un accord intervenant traditionnellement au dernier moment. Comme de coutume, le budget fédéral fait l'objet d'un accord poste par poste et non pas d'un vote bloqué ; sa mouture finale tend donc à perdre la cohérence qu'il pouvait avoir initialement. Comme de coutume, et comme dans tous les pays industrialisés, il est fondé sur des hypothèses macro-économiques élaborées par l'Administration; celles-ci paraissent particulièrement peu pertinentes cette année, car elles n'incluent pas l'évidence de la récession de sorte qu'elles sous-estiment a priori l'ampleur du déficit.

Comme c'est le cas depuis quelques années, des objectifs de moyen terme bornent les dépenses : un accord est intervenu en octobre 1990 pour réviser la loi Gramm-Hollings-Rudman et fixer des limites sur la période 1991-1995. Deux spécificités marquent en outre les finances publiques dans la période en cours. D'une part, le budget a été élaboré à une époque où l'issue de la crise du Golfe était incertaine ; on a dit toutefois que les retombées de la guerre seraient finalement minimales. D'autre part, les différentes mesures du budget sont particulièrement éloignées les unes des autres cette année, car du déficit fédéral se retranche un excédent de sécurité sociale mais s'ajoute un énorme déficit imputable à l'assurance fédérale des dépôts des institutions financières. La nouvelle mouture de la loi GRH fixe désormais des objectifs au déséquilibre des opérations budgétaires hors comptes d'affectation du système de sécurité sociale; l'Administration toutefois continue de privilégier le concept de "déficit consolidé" qui inclue ce système.

Tableau 1 : Le déficit des finances publiques fédérales aux Etats-Unis

## Annexe 6 : Budget et croissance en Allemagne de l'Ouest

L'objectif officiel concernant le déficit des collectivités territoriales (hors Sécurité sociale) a été fixé en automne dernier à 140 milliards de DM pour 1991 (ou 5 % du PNB), après environ 90 milliards en 1990 <sup>11</sup>. La forte augmentation des dépenses liées à l'unification rendait cependant probable un déficit dépassant largement les 150 milliards de DM en l'absence d'un accroissement sensible des recettes publiques.

En début d'année, le gouvernement a adopté une hausse des cotisations à l'assurance chômage (2,5 points de pourcentage) et le relèvement des tarifs de télécommunication à partir du 1er avril 1991. De fortes augmentations d'impôts s'ajouteront à partir du 1er juillet 1991. La "surtaxe de solidarité" (7,5 %) sur les revenus et les sociétés serait limitée à un an. L'impôt sur les produits pétroliers augmentera d'environ 25 %, l'impôt sur les assurances de 3 %. La hausse de la taxe sur le tabac interviendra au 1er janvier 1992. Un relèvement d'un ou deux points de pourcentage de la TVA (actuellement 14 %) pourrait intervenir au plus tard en 1993. Dans l'ensemble, la hausse de prélèvements obligatoires se traduira par des recettes d'Etat supplémentaires d'environ 32 milliards de DM en 1991 et 40 milliards en 1992.

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

Le programme "reprise à l'Est" adopté en même temps que les hausses d'impôts prévoit des dépenses supplémentaires de 24 milliards de DM en 1991 et 1992. Sur les 12 milliards de DM prévus en 1991, 5 milliards vont directement au profit des communes, dont les besoins de financement notamment dans l'administration, les écoles et hopitaux, et dans le secteur

<sup>11</sup> Le déficit public de l'ex-RDA et le Fonds de l'unité allemande sont pris en compte dans ces chiffres à partir du second semestre 1990.

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

Années fiscales, milliards de dollars

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

Source : O.M.B.



du logement sont considérables; 7 milliards de DM sont destinés aux infrastructures, à l'environnement et à l'emploi.

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

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

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

### Annexe 7 : La situation du Japon

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

La politique monétaire s'est efforcée de dégonfler cette bulle spéculative. De fait, l'indice Nikkei a subi deux chutes importantes. La première, de décembre 1989 à avril 1990, résultait des évolutions internes. La deuxième, d'août 1990 à janvier 1991, était largement imputable à la crise du Golfe, les marchés ayant anticipé les effets qu'une guerre était susceptible de produire. Au total, de décembre 1989 à janvier 1991, la chute a atteint 40%. Une vive remontée s'est amorcée en février 1991. Les prix immobiliers ont eux aussi baissé en 1990. Les conséquences en ont été défavorables pour le secteur bancaire, dont les bilans se sont considérablement dégradés et qui ont été soumis à des obligations légales plus strictes (notamment les nouveaux ratios de fonds propres imposés par la BRI). Dans ces conditions les banques deviennent réticentes à accorder de nouveaux crédits. Les banques sont par ailleurs engagées dans un vaste mouvement de restructuration, les petites étant absorbées par les grandes. L'amenuisement du patrimoine des ménages qui a constitué l'autre conséquence majeure du recul du prix des actifs a contribué à modérer la consommation durant les derniers mois de 1990 et les premiers mois de 1991. Cette évolution récente, jointe à une diminution des exportations imputable à la contraction du marché nord-américain et au ralentissement conjoncturel dans le reste de l'Extrême-Orient ont provoqué un arrêt de la croissance de la production industrielle depuis novembre. Au 4<sup>e</sup> trimestre 1990, le PNB n'a

**SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS A CORTO PLAZO DE  
LA ECONOMÍA MUNDIAL**

Jacques ADDA

1. **Ciclos y conmociones: las causas de la desaceleración de la economía mundial**
  11. La inversión coyuntural ya se había iniciado claramente en la zona de OCDE antes de la crisis del Golfo.
  12. La crisis del Golfo ha venido a acentuar este giro evolutivo sin constituir una gran conmoción para las economías industrializadas.
    121. Las economías importadoras han absorbido fácilmente el alza temporal de los precios del petróleo.
    122. La incertidumbre reinante entre agosto y febrero ha gravitado, no obstante, sobre el comportamiento del gasto y ha contribuido, por ende, a frenar la actividad.
    123. El impacto positivo de la guerra misma sobre la actividad estadounidense ha sido, por lo demás, mínimo.
  13. Una conmoción puede ocultar a otra: la situación atípica de la República Federal de Alemania.
  14. Los desórdenes en Europa oriental.



**2. Hacia una distensión financiera a corto plazo.**

21. Pese a la falta de coordinación de las políticas económicas, se va a acelerar la reabsorción de los desequilibrios financieros norte-norte.

22. A pesar de los enormes déficit presupuestarios de los Estados Unidos y la República Federal de Alemania, las tensiones serán limitadas en los mercados mundiales de capitales.

221. El déficit presupuestario estadounidense, pese a su amplitud, no es alarmante.

222. El déficit presupuestario alemán es un poco más preocupante tanto para este país como para los mercados mundiales.

223. La demanda mundial de capitales será limitada en 1991 y crecerá lentamente en 1992.

**3. Como en general las perspectivas inflacionarias son favorables las políticas monetarias deberían permitir la reactivación del crecimiento.**

31. Los ritmos de alzas de precio declinarán en 1991.

32. Por lo tanto, es posible que se expanda la política monetaria estadounidense.

33. Esto permitirá en un plazo más o menos breve una baja de las tasas de interés mundiales sin que se perturben los tipos de cambio.

34. La actividad y el comercio mundial podría repuntar en el segundo semestre de 1991.

SITUACION Y PERSPECTIVAS DE LA ECONOMIA MUNDIAL

Resumen de la exposición de Jacques ADDA

Ha habido numerosas conmociones políticas con repercusiones económicas desde comienzos del año pasado; las más importantes para la coyuntura de los países de la OCDE han sido la reunificación de Alemania y la crisis que culminó en la guerra del Golfo. De esto han resultado desviaciones más o menos amplias de las coyunturas en relación con sus trayectorias previas. El primero de estos acontecimientos ha impedido que Alemania occidental registrara en 1990 una desaceleración coyuntural y ha amortiguado la de un buen número de países europeos. En cambio, la segunda serie de sucesos ha precipitado, y amplificado temporalmente, el movimiento de repliegue de las actividades económicas en casi todos los países industrializados.

A lo anterior cabe agregar que a fines de 1989 las políticas monetarias de los países grandes se habían expandido durante algunas semanas como reacción frente al minicolapso bursátil de octubre; tres trimestres más tarde, tal como había ocurrido (pero en forma mucho más masiva) tras la expansión consecutiva al colapso bursátil de octubre de 1987, se registró un repunte del crecimiento.

Por último, las expectativas se han impuesto de manera espectacular, de suerte que a veces los efectos han precedido a las causas. El alza de las tasas de interés alemanas anticipó claramente el costo de la reunificación. El alza de precios del petróleo entre agosto y noviembre de 1990 obedeció en gran medida a las expectativas de destrucción de capacidades en caso de guerra, lo que en definitiva no sucedió. Ahora último, la subida del dólar se debe al parecer a las expectativas de que se recupere el balance en cuenta corriente estadounidense en los próximos meses.

Estas perturbaciones le han conferido a las evoluciones de corto plazo, desde el verano boreal de 1990, un carácter muy abrupto lo que puede conducir a interpretaciones erróneas del pasado y, por tanto, a estimaciones falsas y muy a menudo revisadas. Así, por ejemplo, si se supone que la caída de la producción del segundo semestre de 1990 es la consecuencia exclusiva de la crisis del Golfo, se podría concluir que una vez terminada la guerra el repunte generalizado sería inminente. Esto no nos parece exacto. Las economías occidentales ya habían entrado

a comienzos de 1990 en una etapa de desaceleración del crecimiento motivada por la marcha cíclica tradicional propia de cada una. Los países anglosajones se hallaban en el umbral de la recesión y los países europeos al borde de contracciones significativas. Estas marchas delimitan los senderos en torno a los cuales se ha desarrollado la actividad en forma intermitente. El exceso de crecimiento debido a la expansión monetaria terminó en el verano boreal de 1990; la insuficiencia de crecimiento debida a la política de espera vinculada al Golfo finalizó en marzo 1991; el crecimiento adicional por obra de la reunificación alemana llegará a su fin durante los próximos meses.

En lo sucesivo, podría observarse una recuperación técnica en varios países, al restablecerse la marcha básica en el tercer trimestre de 1991 (siempre que no intervengan nuevas conmociones). La normalización del precio del petróleo favorecerá estos procesos. Las economías anglosajonas recobrarán entonces su actividad con un crecimiento lento, en tanto que Japón y las demás economías europeas, excepto Alemania, lo harán con un repunte más dinámico. Alemania alcanzaría un punto coyuntural bajo a fines de 1991 y se recuperaría notablemente a principios de 1992.

Estas evoluciones diferentes en la esfera real de la economía se desenvolverán en un fondo de inflación bien controlada en todas partes y de un reequilibrio de los balances corrientes, en especial entre los tres grandes países industrializados. En consecuencia, las políticas monetarias podrán expandirse y permitir una ligera baja de las tasas de interés durante los últimos meses de 1991, para dejarlas después estables en 1992.

progressé qu'à un rythme annuel de 2%, contre 4% le trimestre précédent. Les prix à la consommation, après avoir accusé en septembre et octobre des augmentations importantes dues à une répercussion rapide des nouveaux prix pétroliers, sont revenus depuis lors à un rythme annuel légèrement supérieur à 3%. L'excédent commercial et l'excédent courant se sont amenuisés, ce dernier n'atteignant plus que 25 milliards \$ (en rythme annuel) au second semestre 1990, soit la moitié de son niveau du second semestre 1989.

**Annexe 8 : Royaume-Uni, la fin d'un cycle ou la fin d'une époque ? <sup>12</sup>**

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

Le Royaume-Uni avait entamé plus tôt que les autres pays d'Europe occidentale (dès 1983) une reprise qui a été suivie par de nombreuses années de croissance. En 1987 réapparaît un déficit courant qui va en s'alourdissant, et début 1988 l'inflation recommence à s'accélérer vivement. A partir de juin 1988, la Banque d'Angleterre intervient pour refroidir l'économie. Cette politique sera durcie pendant deux ans, mais la longue phase de ralentissement qui se produit alors ne permet pas d'éviter la poursuite de la dégradation sur les deux fronts des prix et de la balance courante. L'activité est en effet soutenue par les exportations ; l'effet d'entraînement de l'étranger aura, paradoxalement, constitué le principal obstacle au nécessaire assainissement. L'activité est également soutenue par des augmentations de salaires nominaux notablement supérieures à la hausse des prix, et plus encore aux gains de productivité qui tendent vers zéro dans cette phase du cycle. Le boom de la consommation ne s'est amorti que lentement, le renchérissement du crédit étant un obstacle mineur face à la progression des revenus. Certains secteurs en revanche sont touchés par la politique monétaire : l'investissement en logements, après avoir stagné pendant presque un an, a plongé dès le printemps 1989.

Le passage d'un ralentissement à une récession, qui intervient au troisième trimestre 1990, est d'autant plus vigoureux qu'il a été longtemps différé. Son déclenchement est sans doute précipité par un choc d'ordre politique qui n'est pas la crise du Golfe mais l'entrée de la Livre dans le SME le 8 octobre. Les anticipations s'en trouvent modifiées : la discipline communautaire est perçue par les entreprises comme obstacle à la poursuite de la fuite en avant dans la hausse des prix, par les ménages comme signe annonciateur de chômage. La consommation des ménages, l'investissement en bâtiments non résidentiels et l'investissement

<sup>12</sup> Cf. Christine RIFFLART, "La conjoncture britannique au printemps 1991", *Lettre de l'OFCE*, n° 85, mars 1991.

en équipements commencent à baisser, tandis que l'investissement en logements continue à le faire. Les indicateurs actuellement disponibles conduisent à penser que ces mouvements se sont amplifiés au quatrième trimestre. Si le PNB diminue dans de moindres proportions, c'est parce que les importations baissent plus que les exportations. L'emploi réagit très rapidement à la diminution de la production ; le taux de chômage, stabilisé depuis fin 1989 augmente d'un peu plus d'un point entre août 1990 et février 1991 (pour atteindre alors 7%).

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

**Annexe 9 : Situation et perspectives des régions de développement.**

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

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

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

En 1991, les effets positifs du plan Brady s'étendront au Venezuela et à l'Uruguay. L'Argentine et le Brésil sont les prochains candidats sur la

liste. Un accord de principe supposerait toutefois qu'une solution soit trouvée au délicat problème des arriérés d'intérêt. Dans ce cas ses effets interviendraient surtout en 1992. En attendant ces deux pays connaîtront encore une croissance négative de leur PNB cette année, ce qui ne permet pas d'envisager une croissance moyenne supérieure à 1% pour l'ensemble de la zone en 1991, malgré la nette reprise de l'activité au Mexique. La contrainte extérieure sera toutefois allégée au cours des prochains semestres par la baisse des taux d'intérêts aux Etats-Unis. La réduction de près de 2 points en moyenne attendue en 1991 et 1992 par rapport au niveau de 1990 permettra à la région d'économiser environ 5 milliards de dollars, soit un quart des sommes effectivement versées (et un cinquième des sommes dues) à ce titre l'an passé.

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

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



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

En 1991 la contraction généralement attendue de l'excédent courant des NPIA sera limitée par la réduction de leur facture énergétique. Après le creux de 1989 et 1990, les exportations de cette zone devraient s'accélérer avec la reprise américaine en 1992, sans atteindre toutefois les rythmes exceptionnels des années 1986-1988. La croissance économique descendrait en 1991 en dessous de 6% en moyenne, les décélérations prévues en Corée du Sud et à Singapour n'étant pas compensées par les meilleures performances de Hong-Kong et Taïwan. La demande en provenance du reste de l'Asie, qui a cessé de croître depuis le milieu de 1990, sera encore freinée en 1991 par le resserrement de la politique d'importation chinoise.

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

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

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

Tableau 2 : suite

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

(a) Moyenne sur la période.

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

Sources : Pétrole et taux de change : relevé des cotations quotidiennes. Taux courts : Bons du Trésor à 3 mois aux Etats-Unis, jour le jour en RFA, Gensaki à 3 mois au Japon. Taux longs : Bons du Trésor à 30 ans aux Etats-Unis, obligations du secteur public en RFA et au Japon. Matières premières : indice de Hambourg. Importations mondiales : calculs OCDE (série A) et sources nationales. Inflation et balances courantes : sources nationales. Prévisions : OFCE, mai 1991.

3. Etats-Unis

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

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

Sources : Département du commerce américain et prévisions OFCE, M.A.C.S. 1991

4. Japon

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

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

Sources : Banque du Japon et prévisions OFCE, *WORLD* 1991

## 5. RFA

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

Sources : Bundesbank, prévisions OFCE, mars 1991

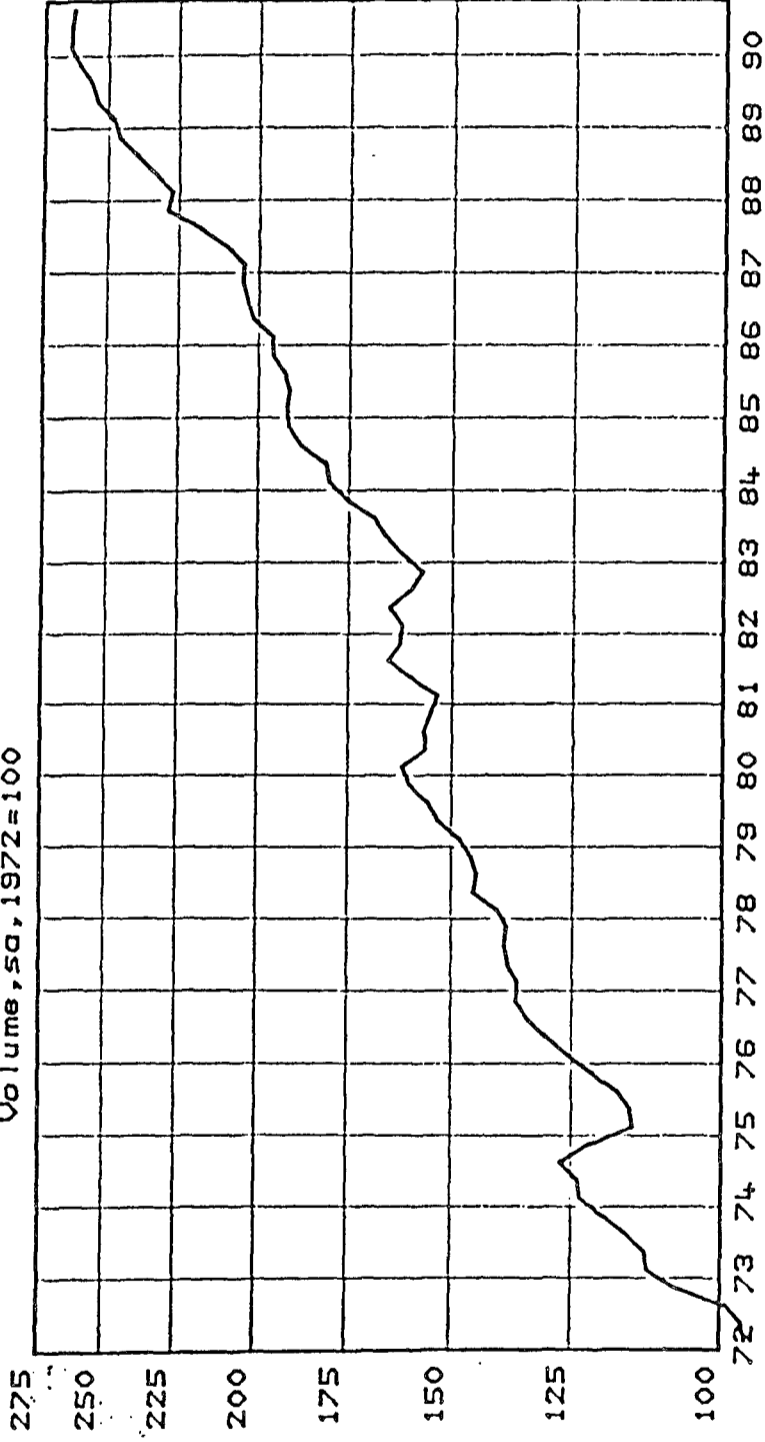
6. Royaume-Uni

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

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

Sources : CSO, prévisions OFCE, n°65 1991

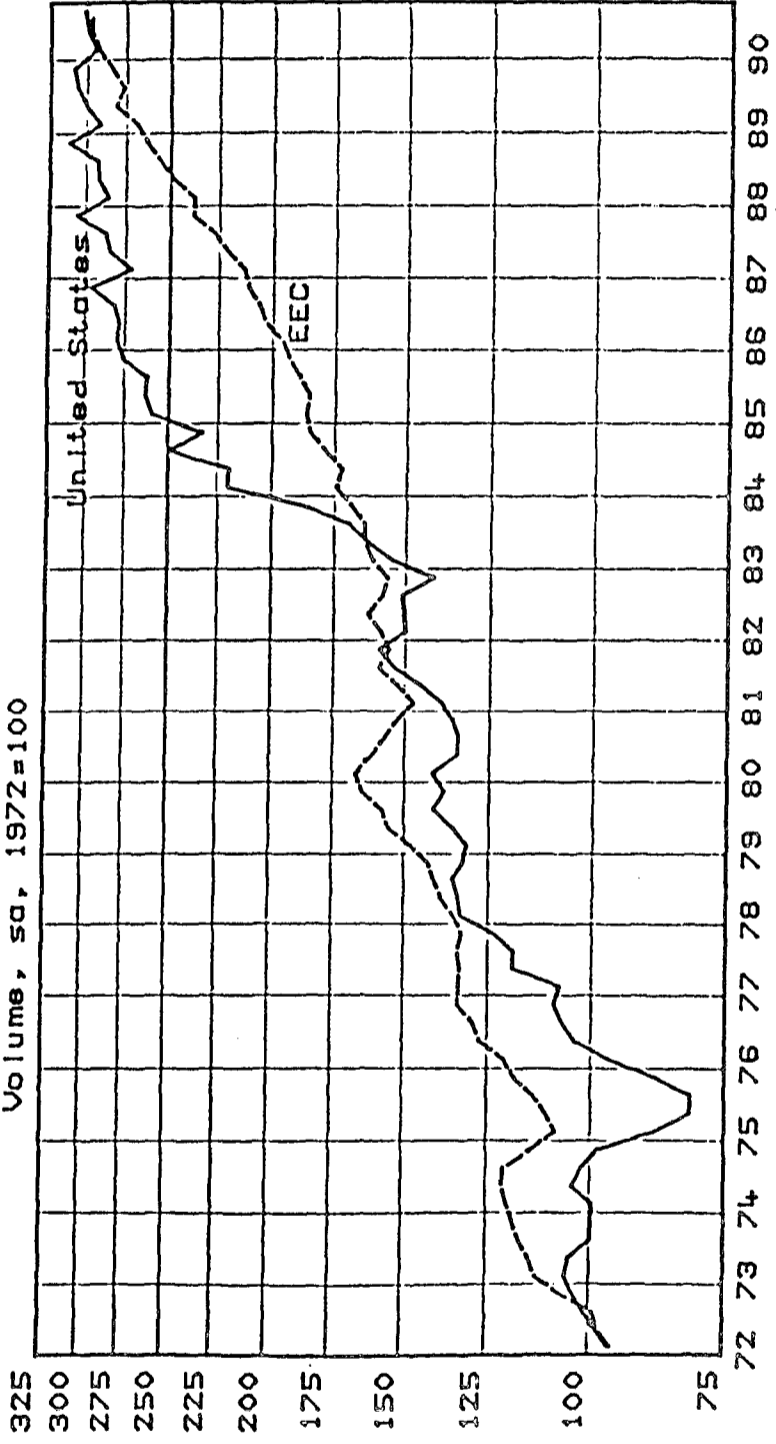
A. Imports of manufactured goods. Total world  
Volume, SA, 1972=100



Source : OFCE ; les graphiques A à Y ont été réalisés au  
Département des diagnostics par Amel FALAH

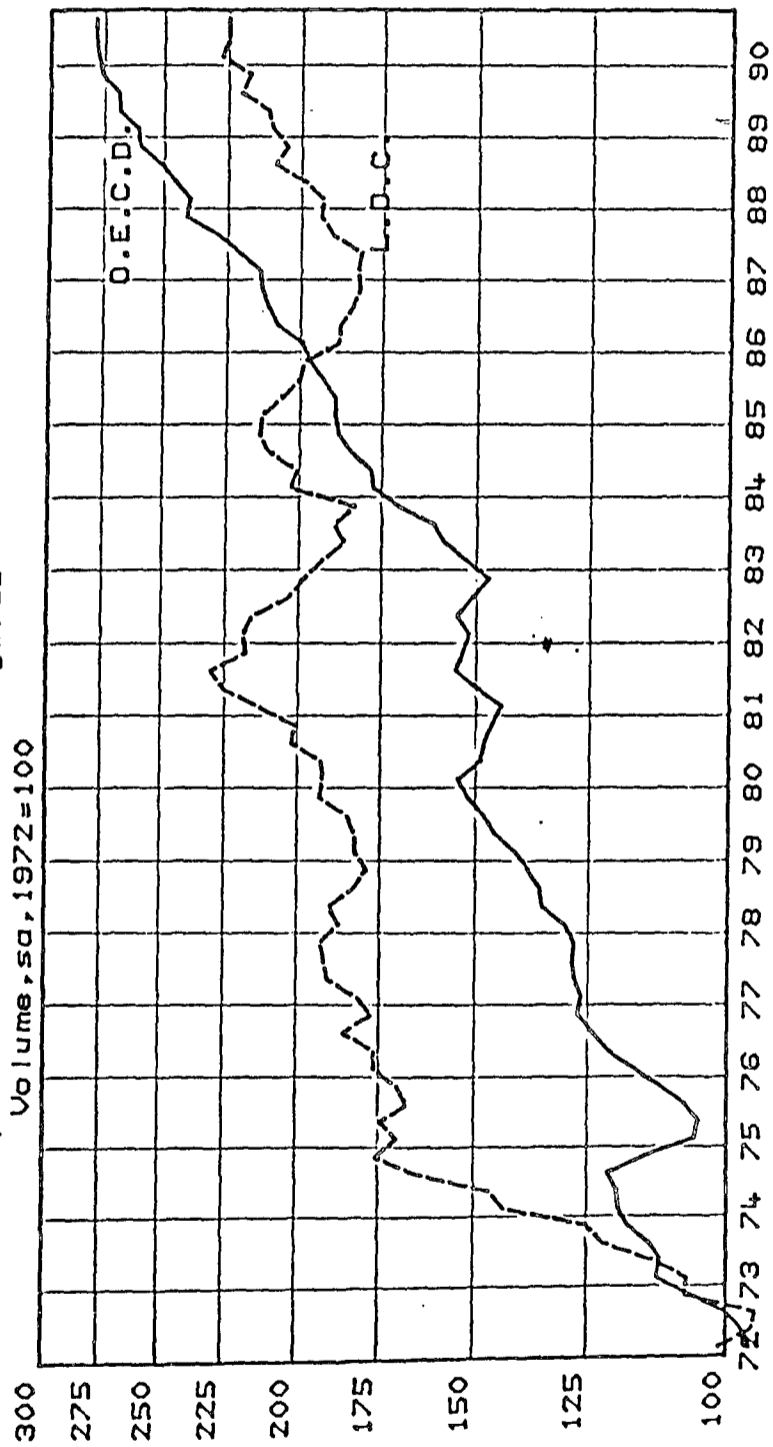


B. Imports of manufactured goods.  
Volume, sa, 1972=100



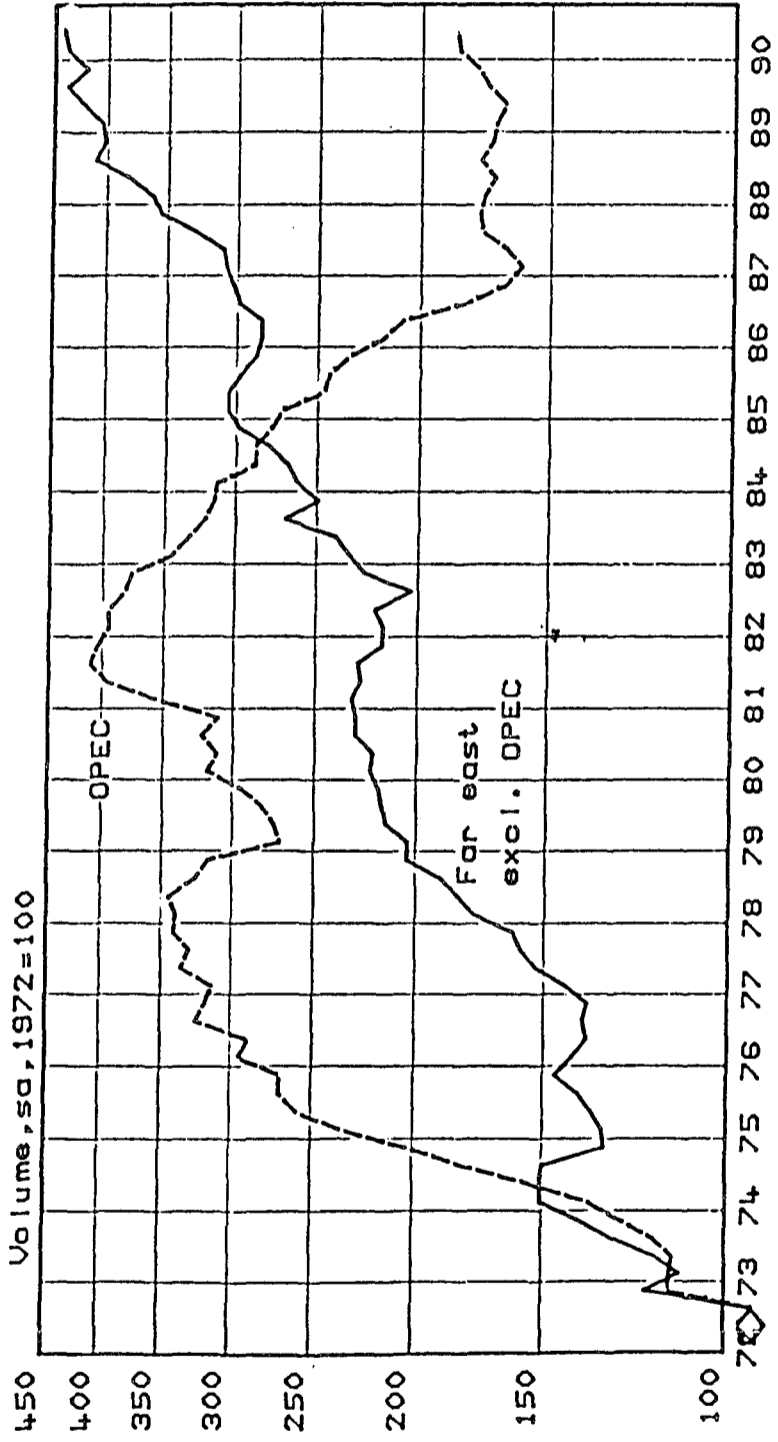
Source : OFCE

C. Imports of manufactured goods  
Volume, sa, 1972=100



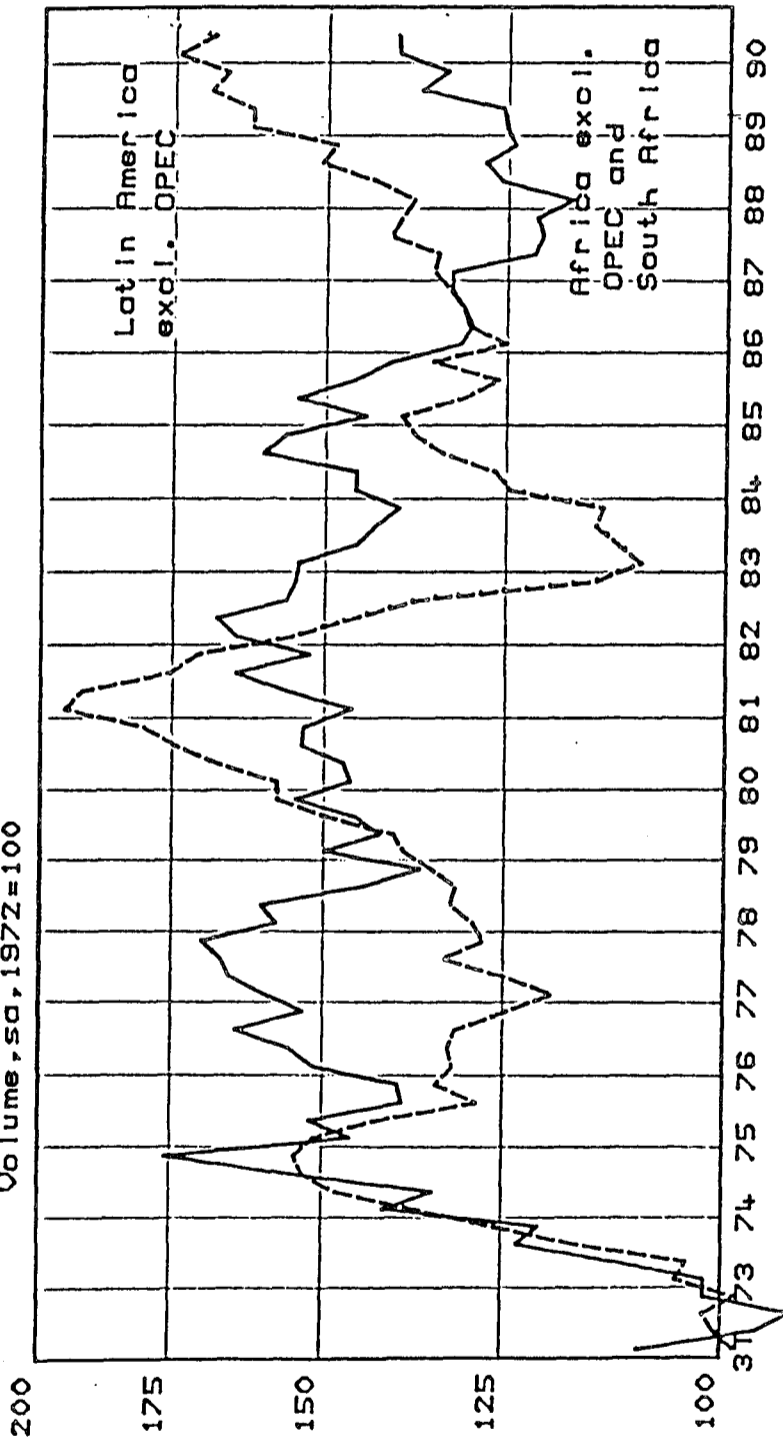
Source : OFCE

D. Imports of manufactured goods.



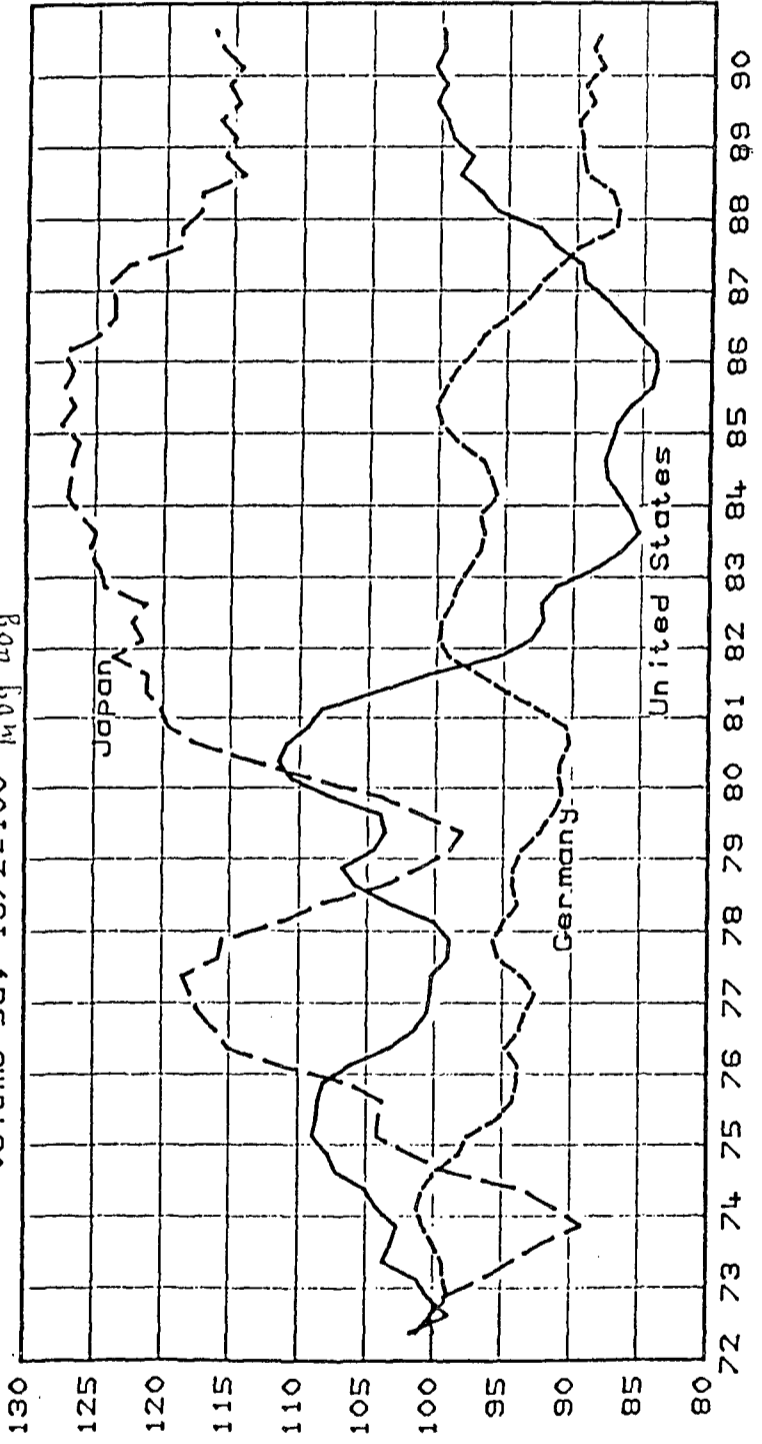
Source : OFCE

E. Imports of manufactured goods  
Volume, SA, 1972=100



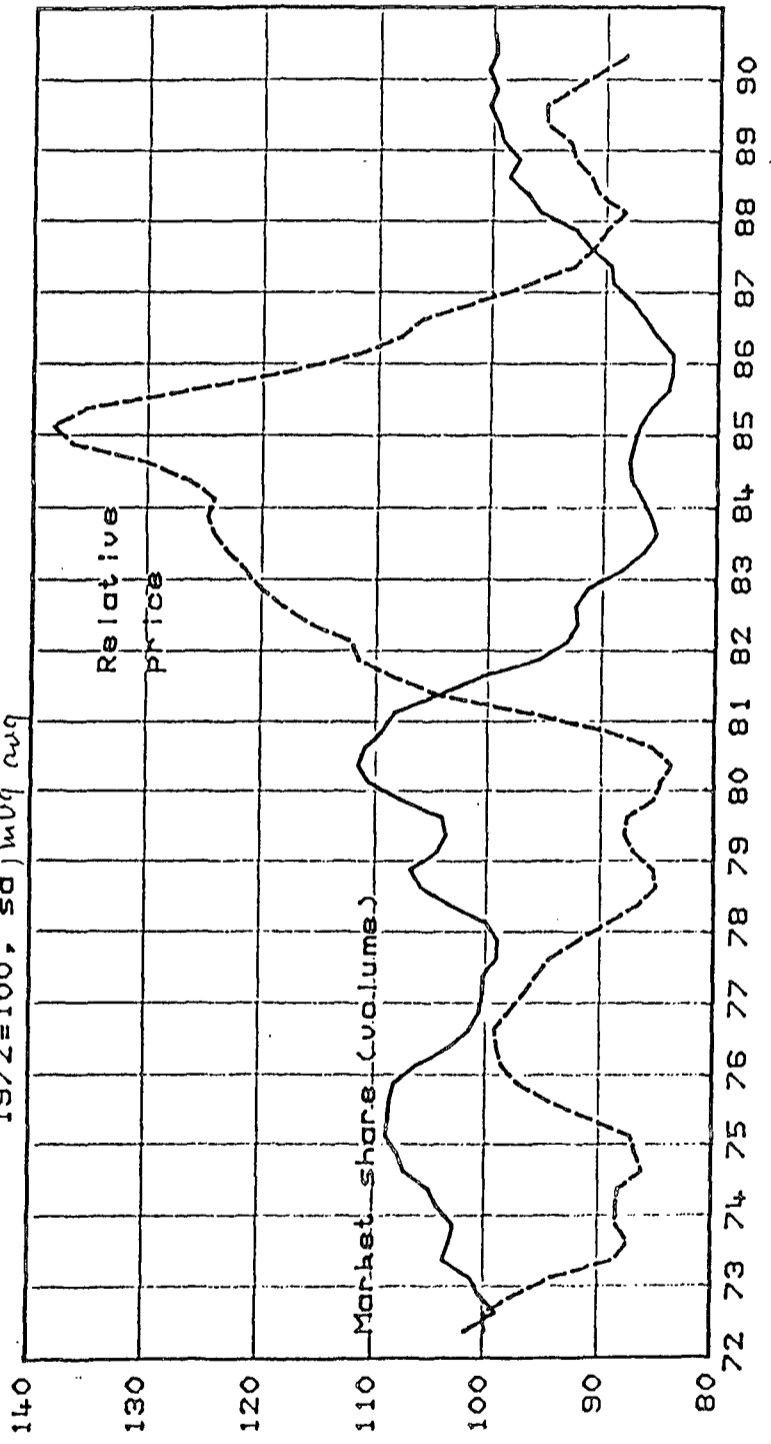
Source: OFCE

F. Export market shares. Manufactured goods  
Volume sa, 1972=100 MVG 009



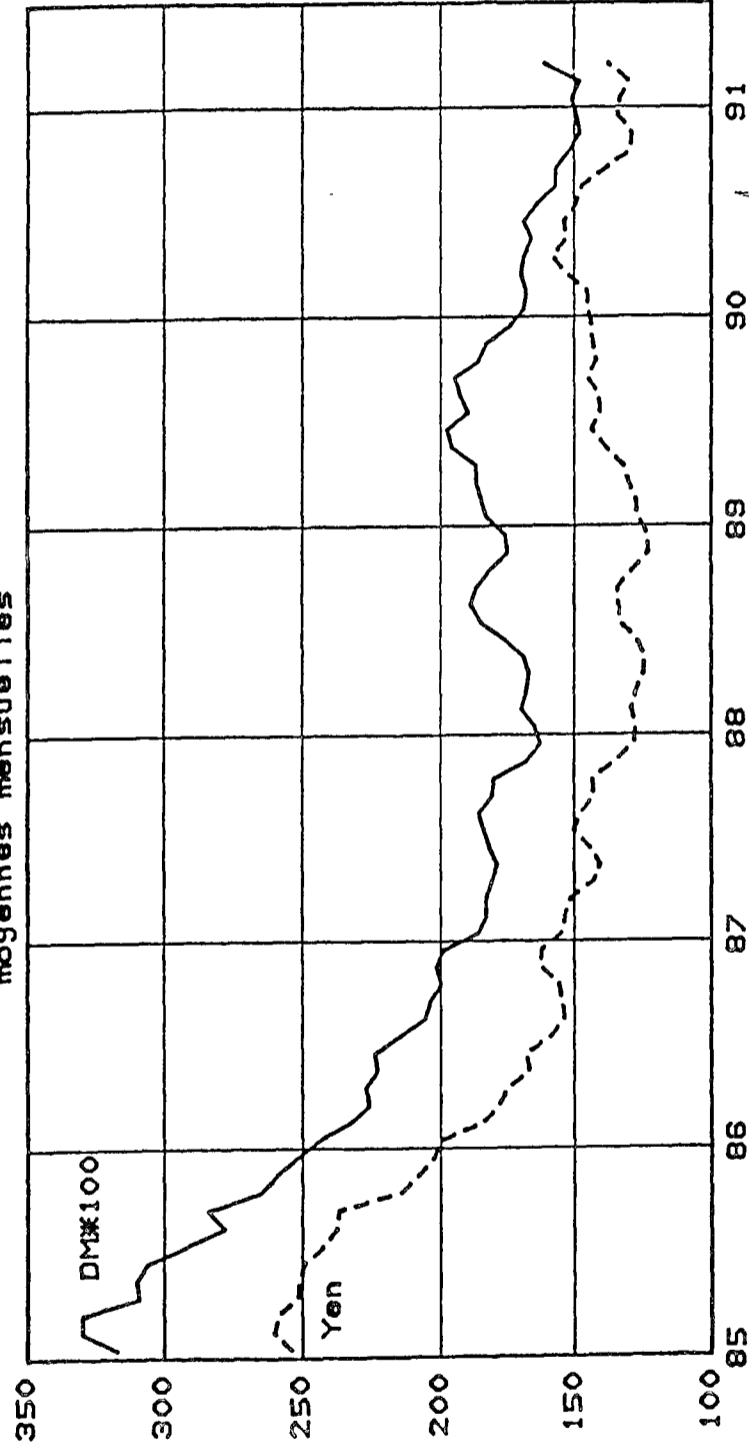
Source : BFC

G. United States. Exports of manufactured goods  
1972=100, sa/muq auq



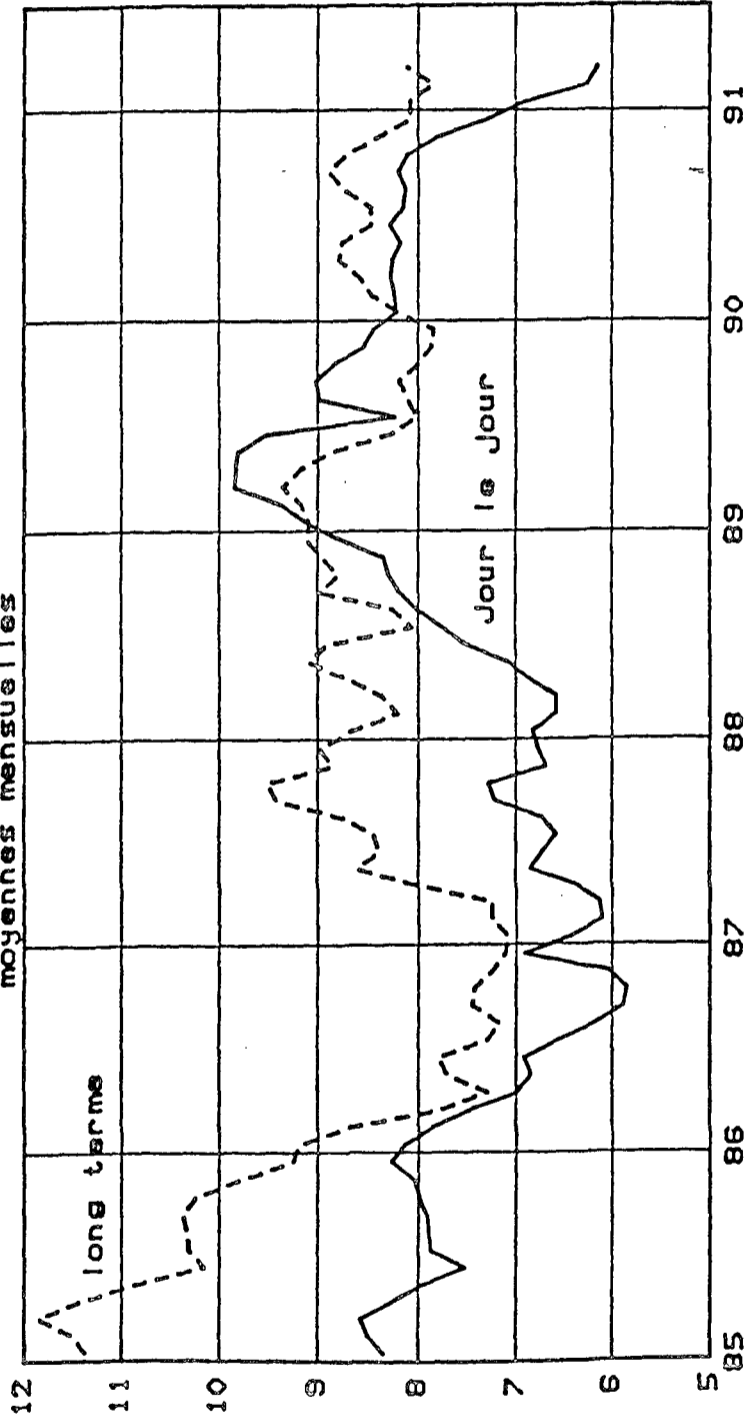
Source : OFCE

H. NOMBRE DE DEVICES POUR 1 DOLLAR  
moyennes mensuelles



Source : OFCE

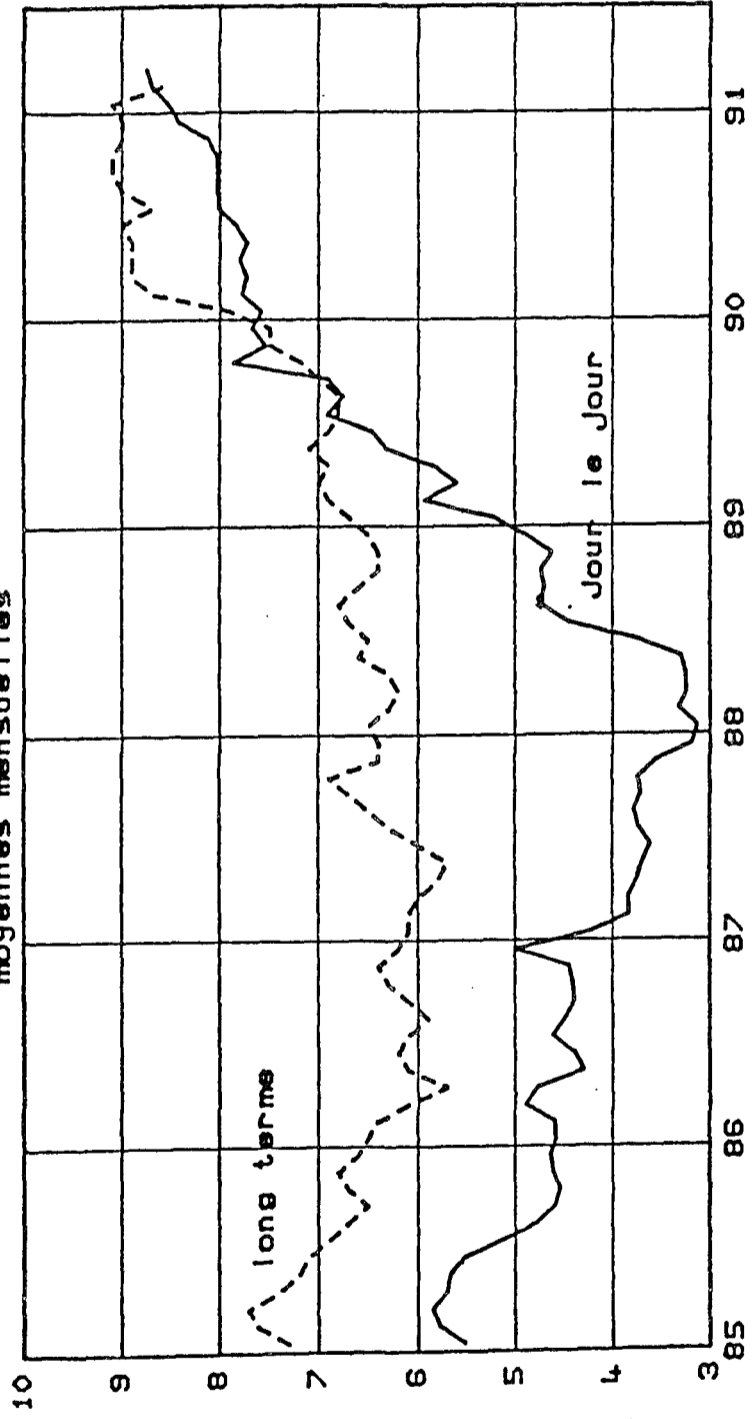
I. TAUX D'INTERET NOMINAUX AUX ETATS-UNIS  
moyennes mensuelles



Source : OFCE



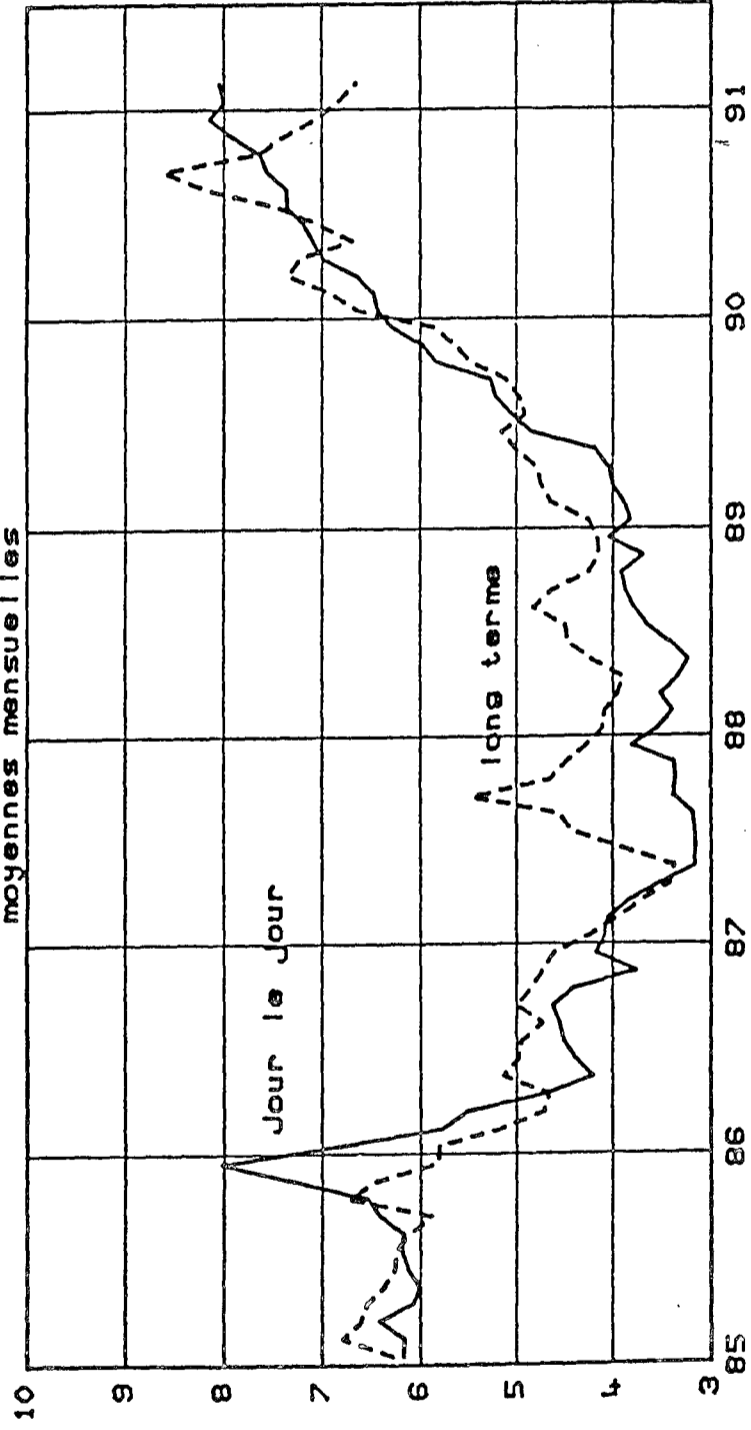
J. TAUX D'INTERET NOMINAUX EN RFA  
moyennes mensuelles



Source : OFCE

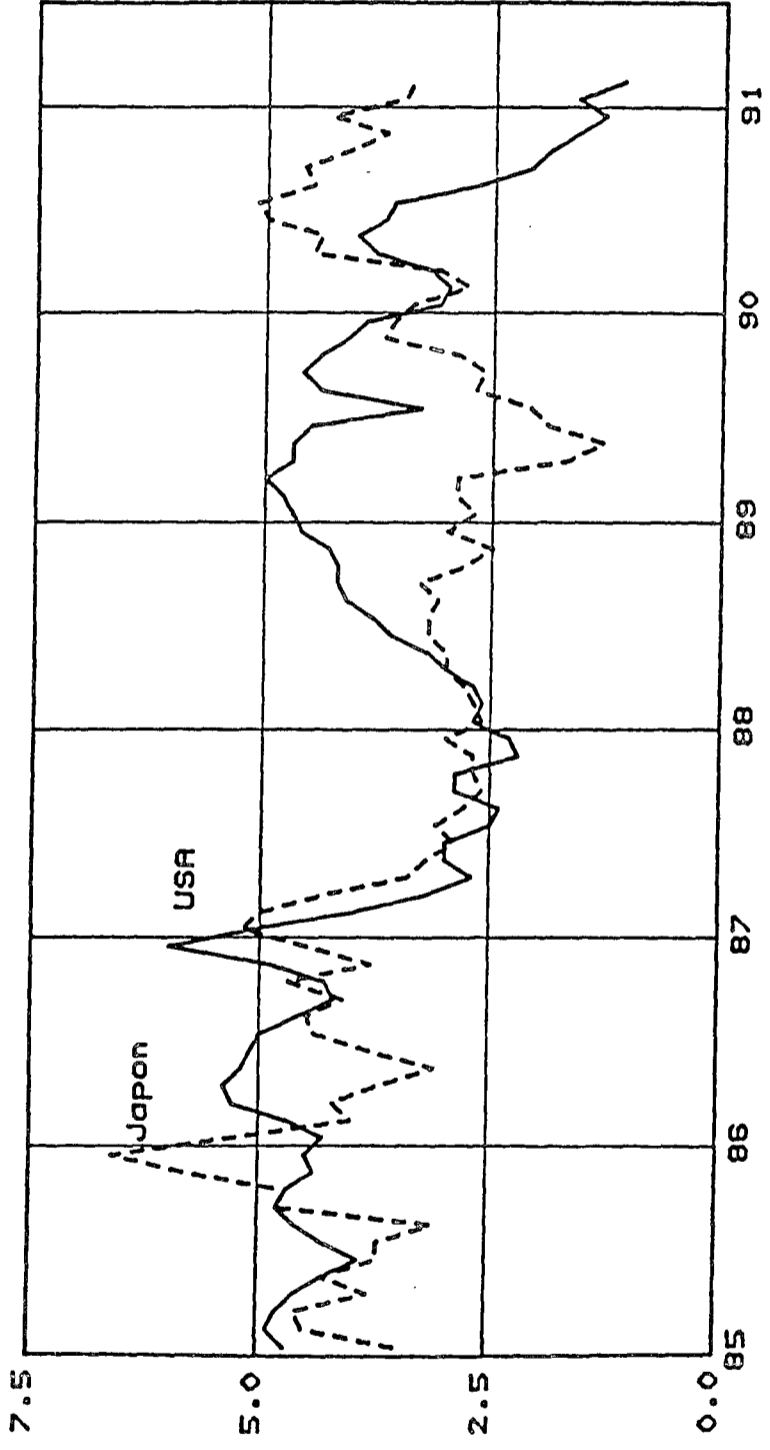
K. TAUX D'INTERET NOMINAUX AU JAPON

moyennes mensuelles



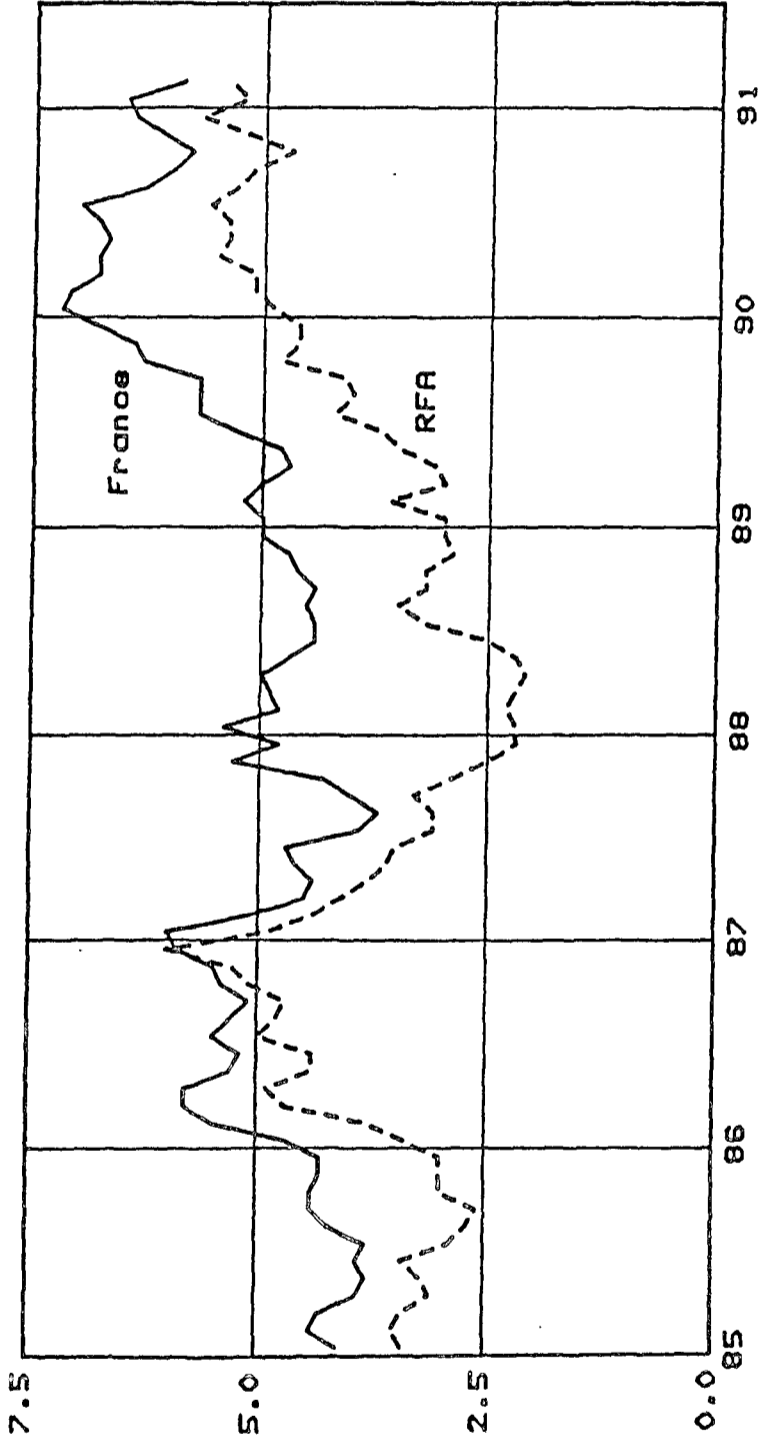
Source : OFCE

L. TAUX D'INTERET REELS AU JOUR LE JOUR



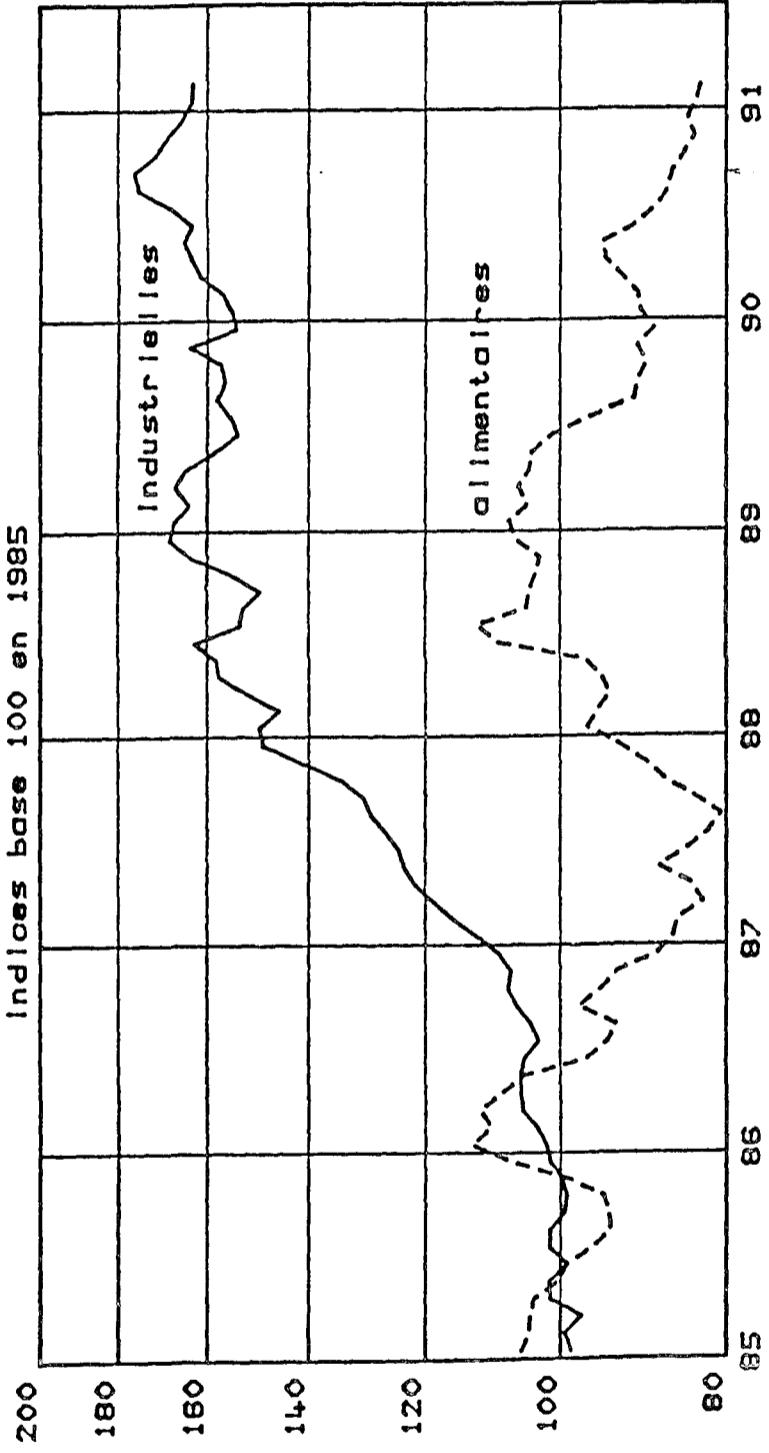
Source : OFCE

M. TAUX D'INTERET REELS AU JOUR LE JOUR



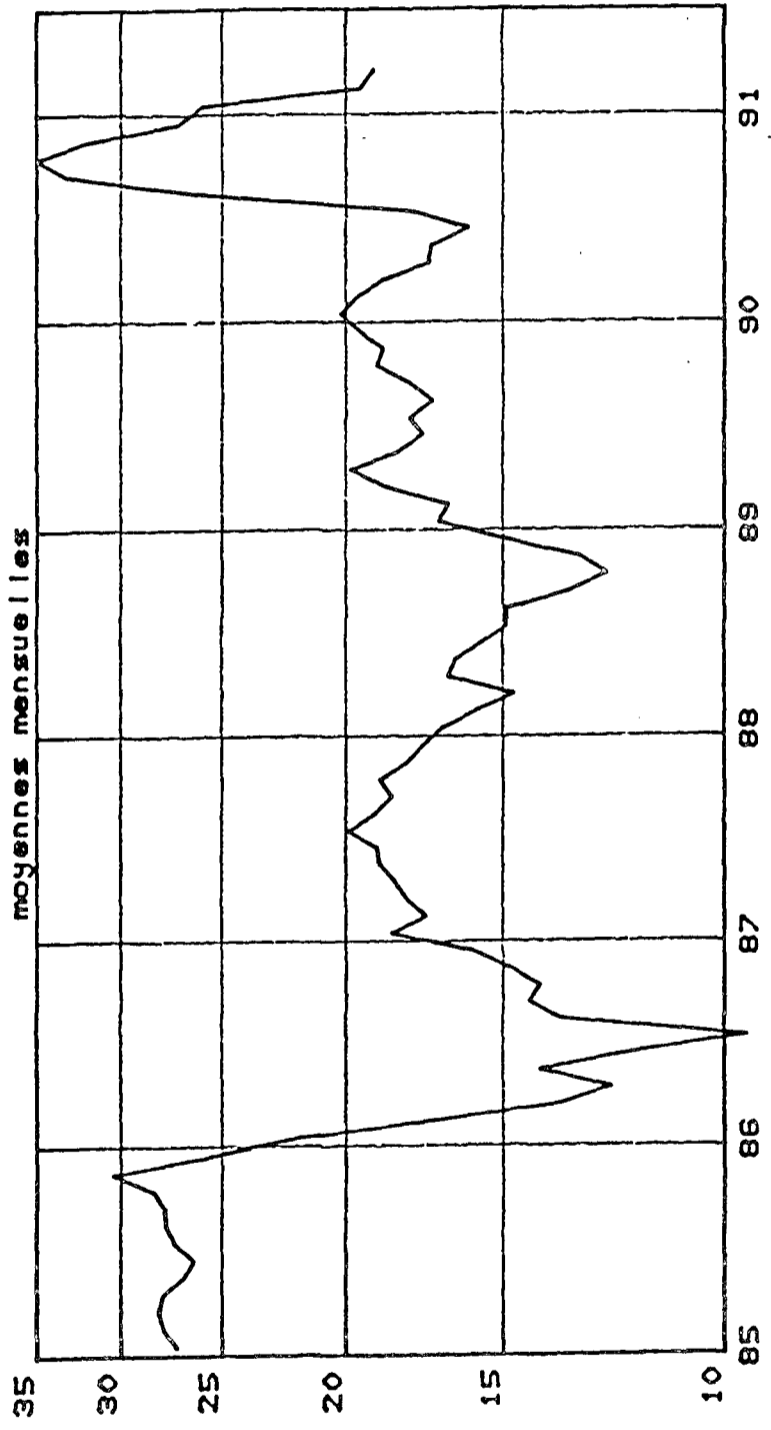
Source : OFCE

N. MATIERES PREMIERES EN DOLLARS  
Indices base 100 en 1985



Source : OFCE

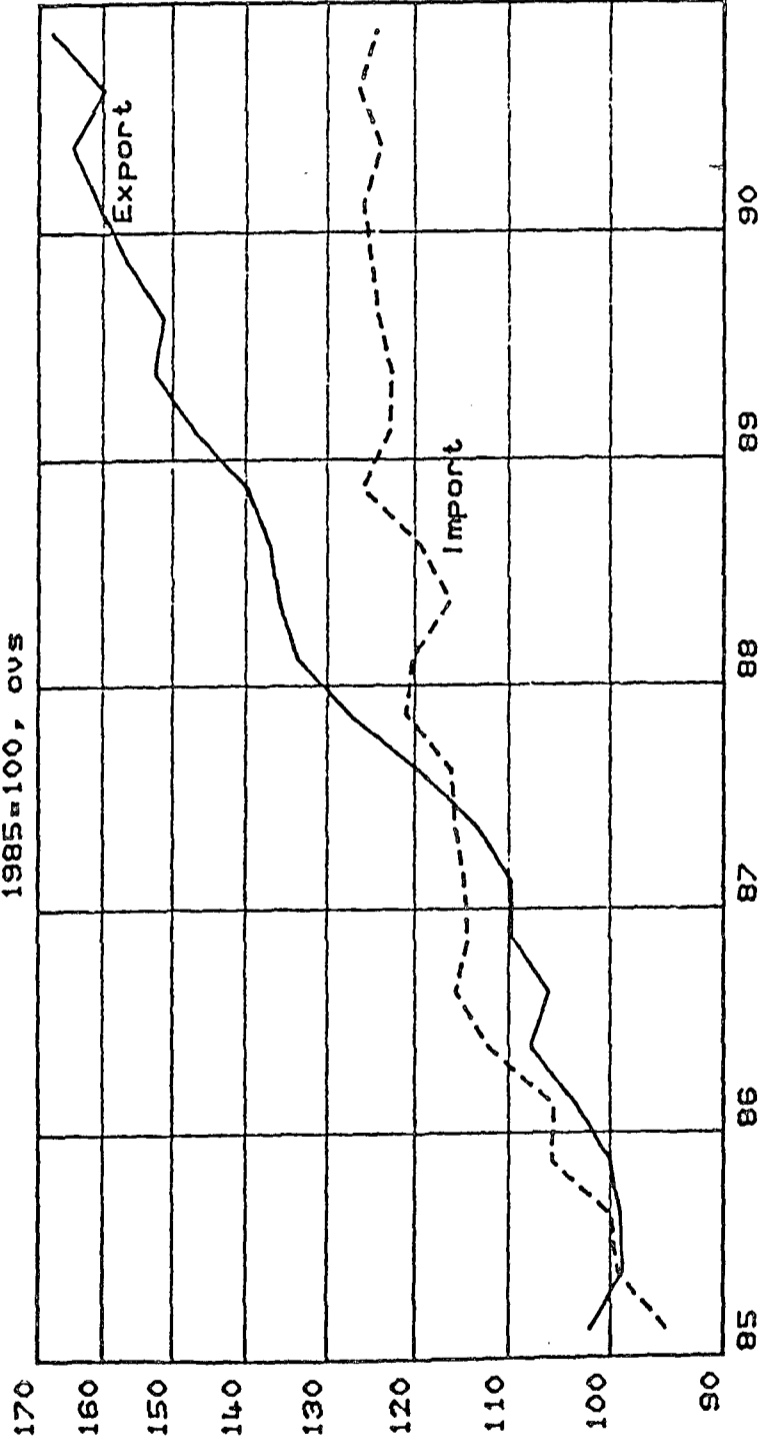
0. PETROLE EN DOLLARS PAR BARIL  
moyennes mensuelles



Source : OFCE

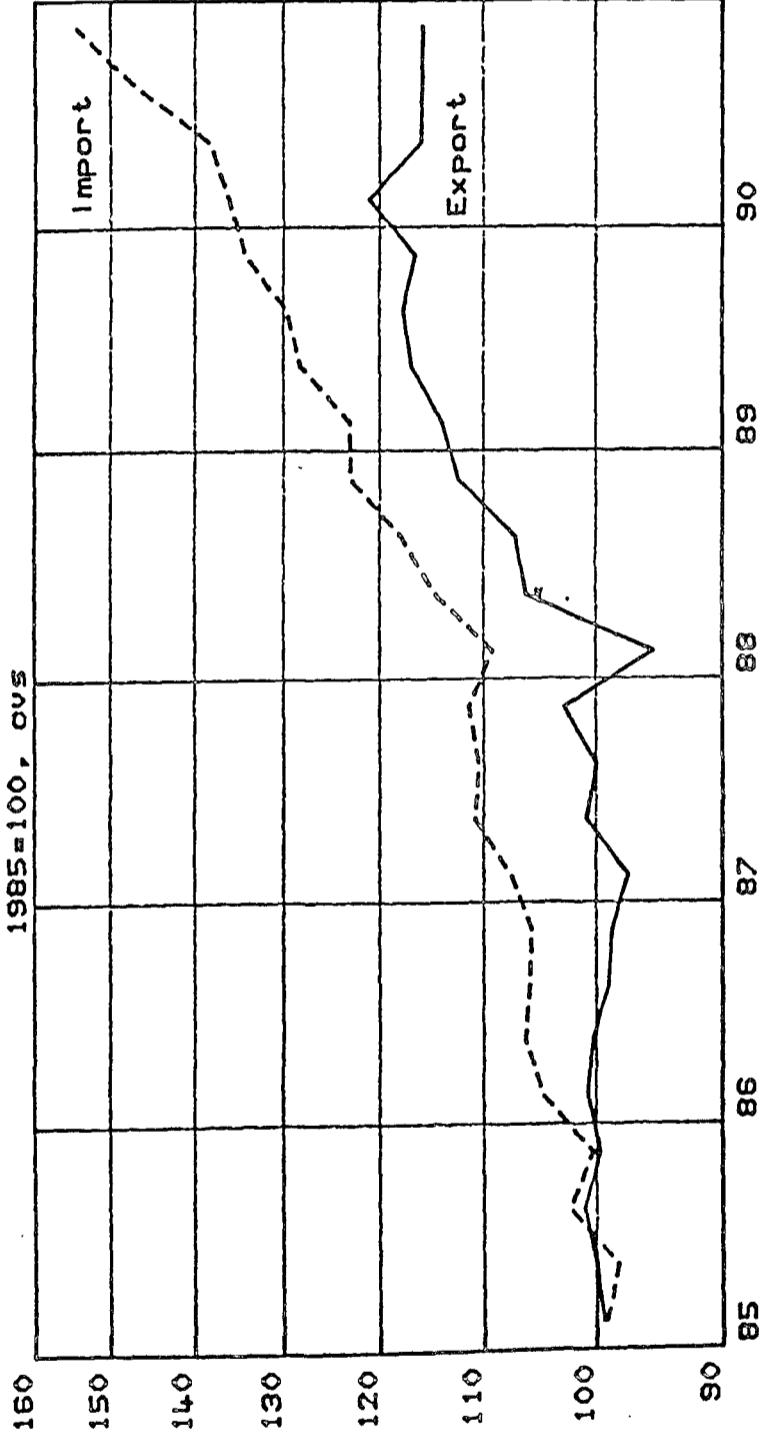
P. COMMERCE EXTERIEUR EN VOLUME : ETATS-UNIS

1985=100, cvs



Source : OFCE

Q. COMMERCE EXTERIEUR EN VOLUME ; RFA  
1985=100, OVS

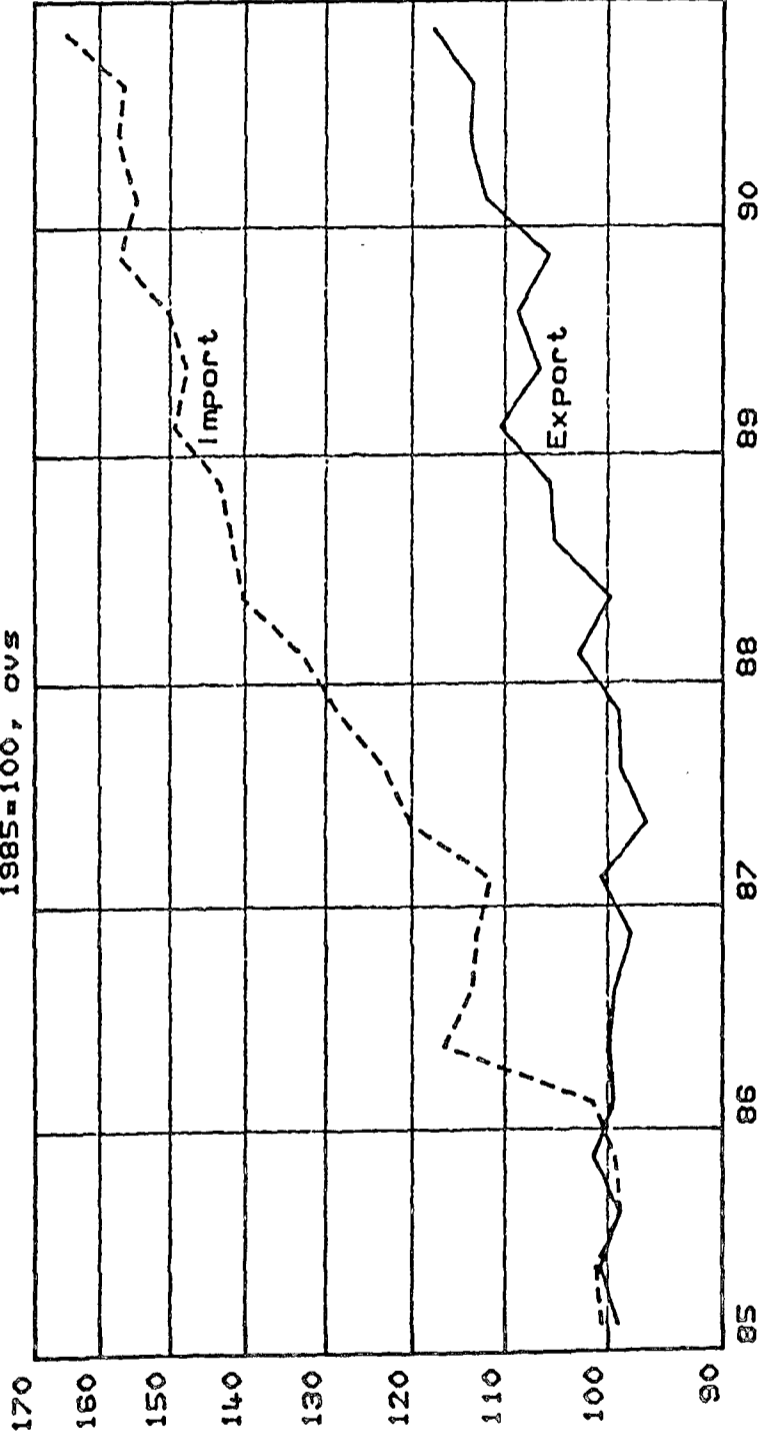


Source : DFCE



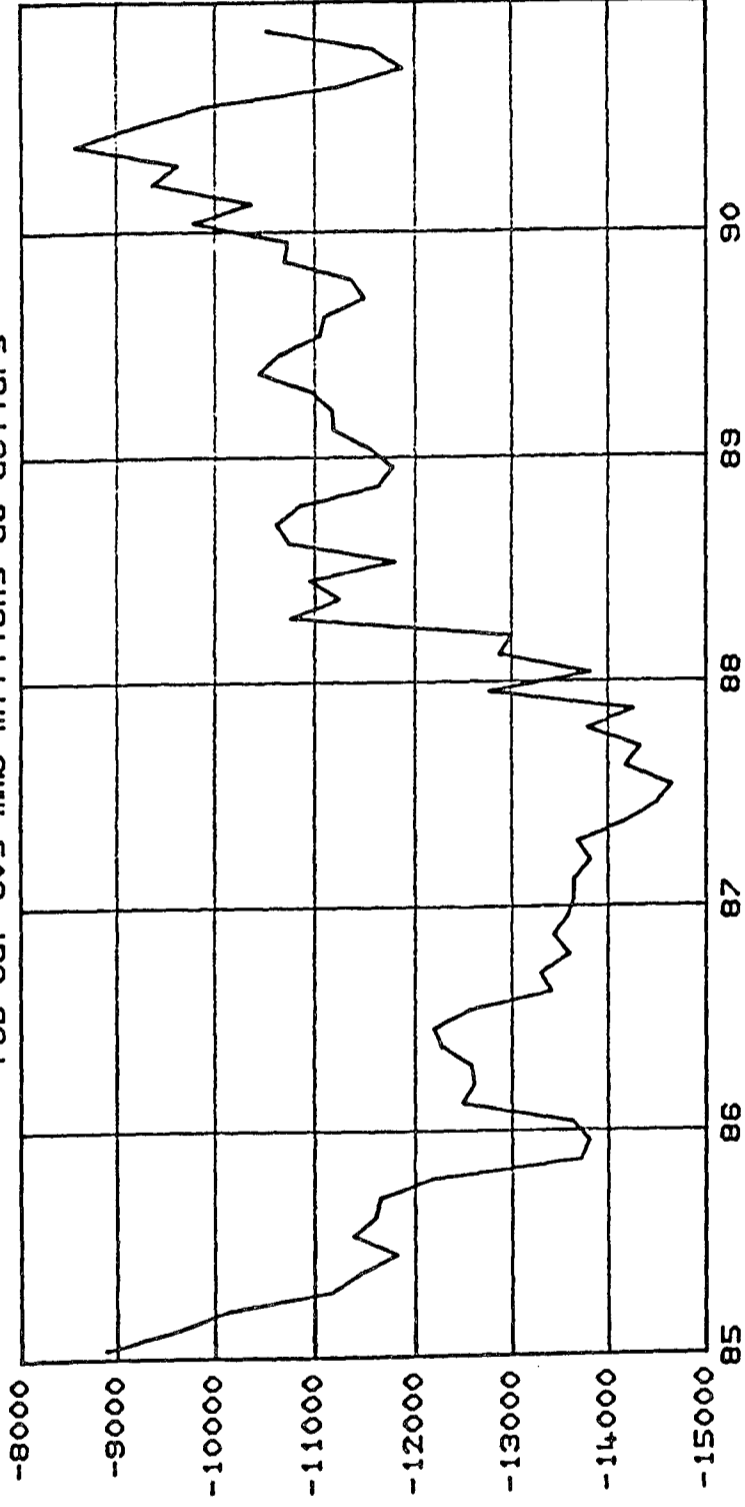
R. COMMERCE EXTERIEUR EN VOLUME : JAPON

1985=100, OVS



Source : OFCE

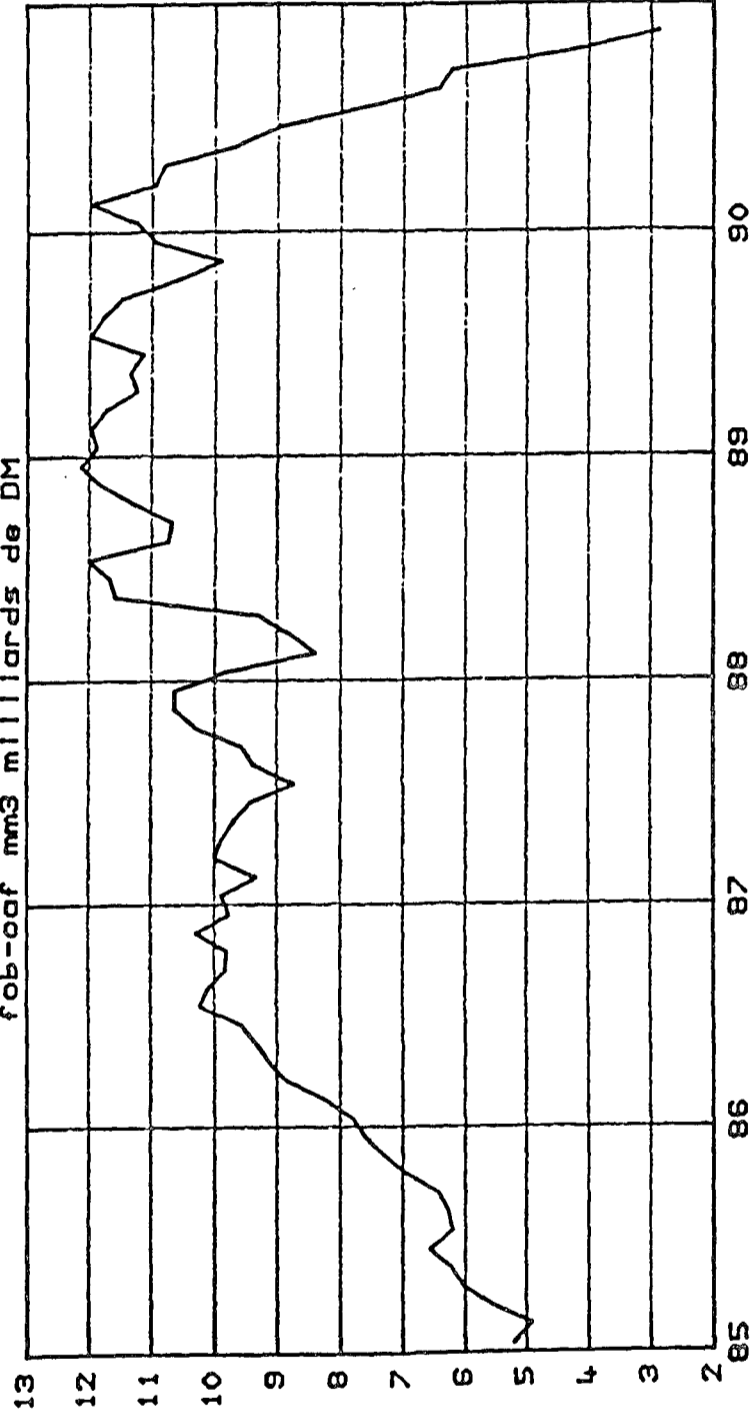
S. SOLDE COMMERCIAL : ETATS-UNIS  
fob-oaf ovs mm3 millions de dollars



Source : OFCE

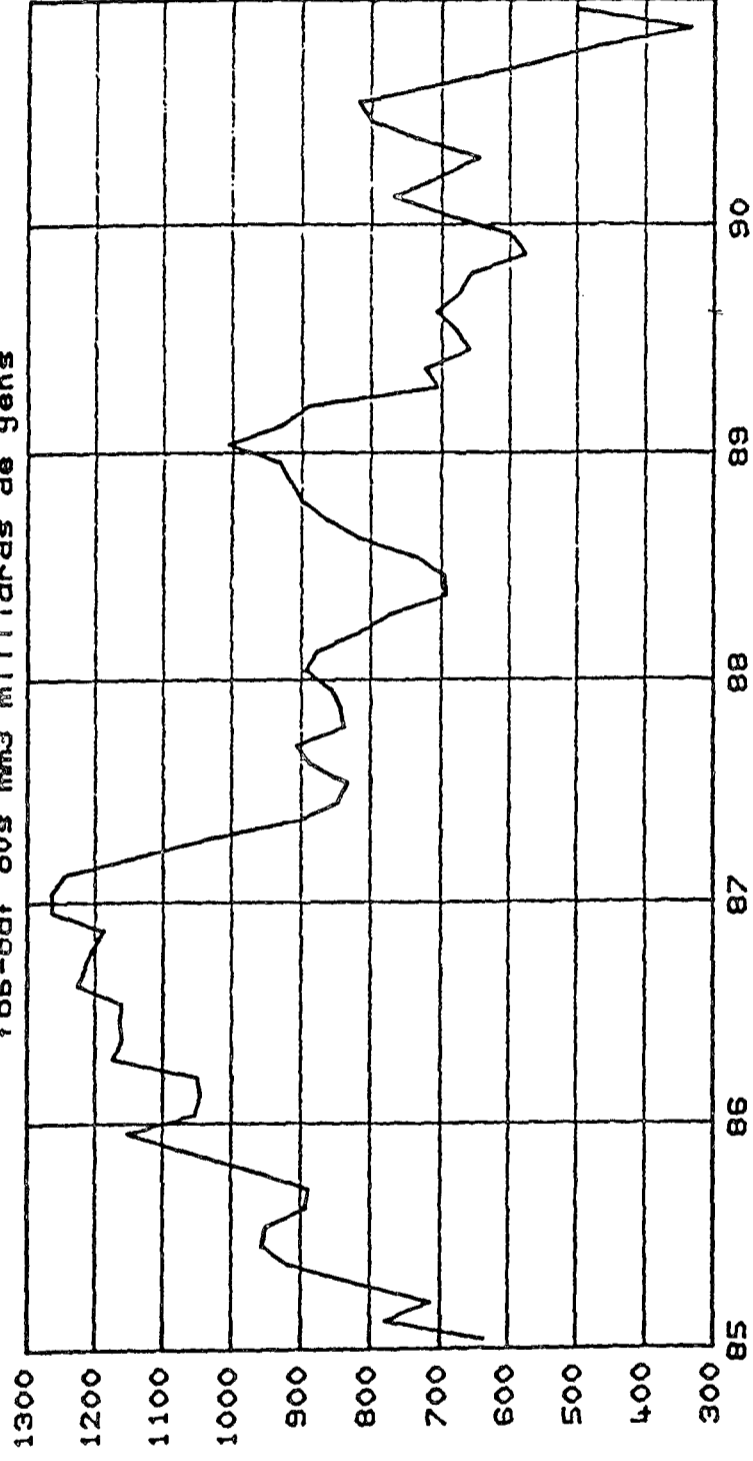
T. SOLDE COMMERCIAL : RFA

fob-caf mm3 milliards de DM



SFUSA : DFCE

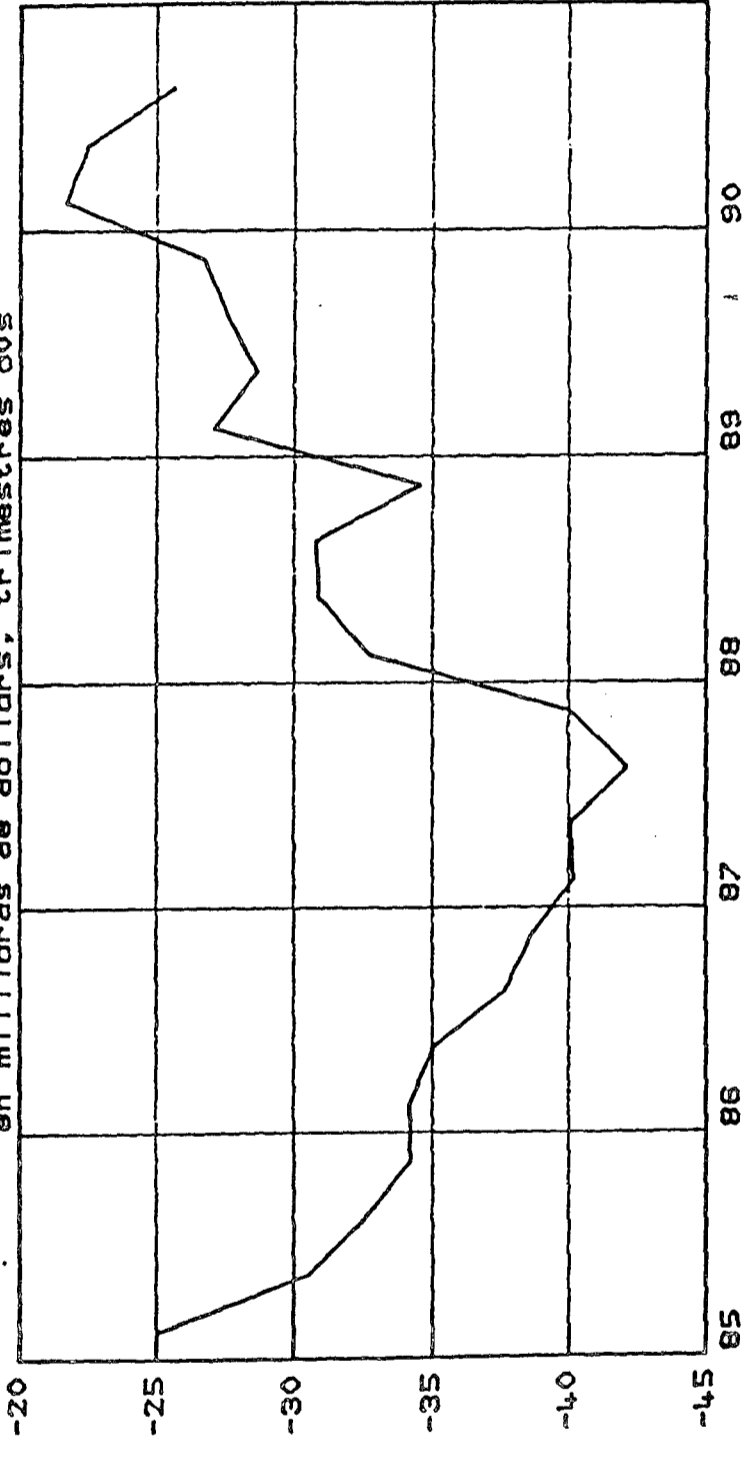
U. SOLDE COMMERCIAL : JAPON  
fob-coaf ovs mm3 milliards de yens



Source : OFCE

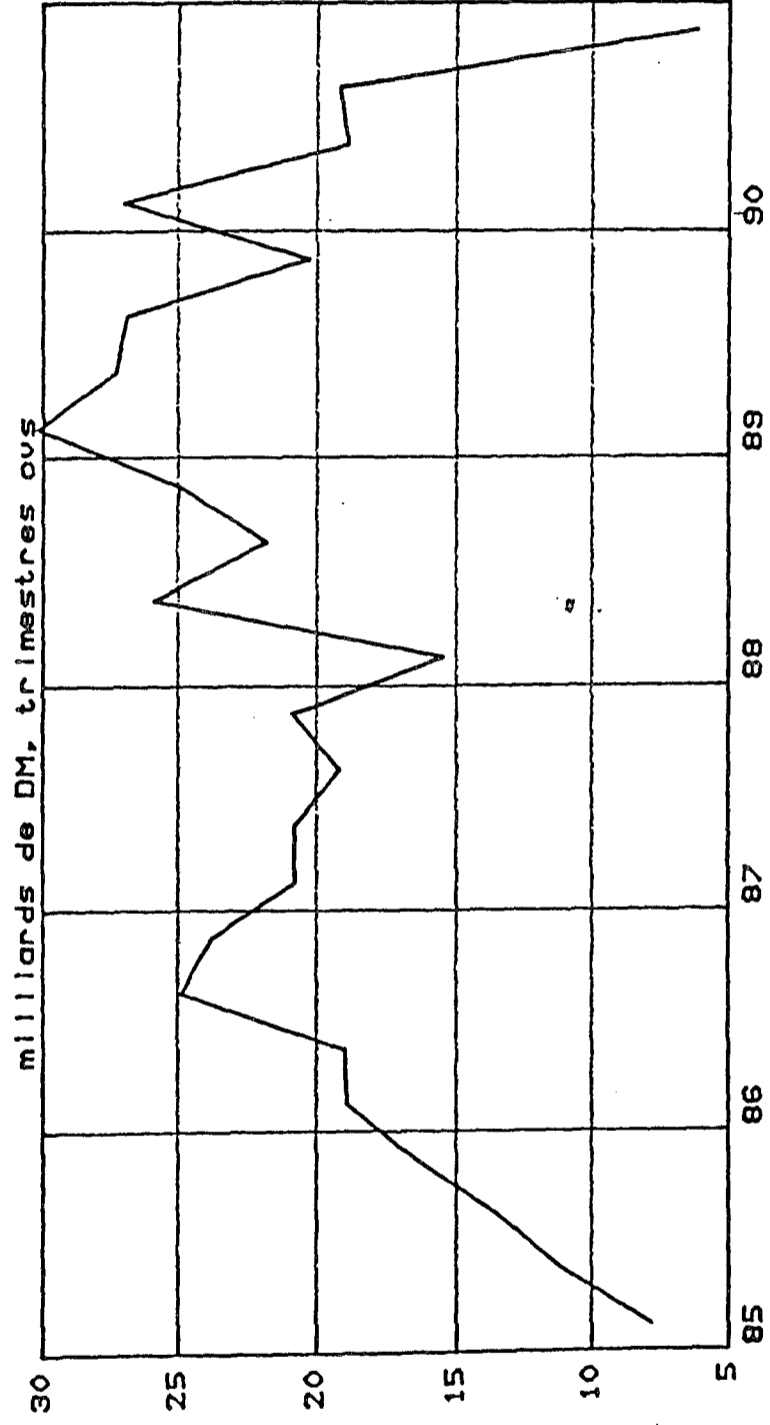
V. BALANCE COURANTE AUX ETATS-UNIS

en milliards de dollars, trimestres OUS

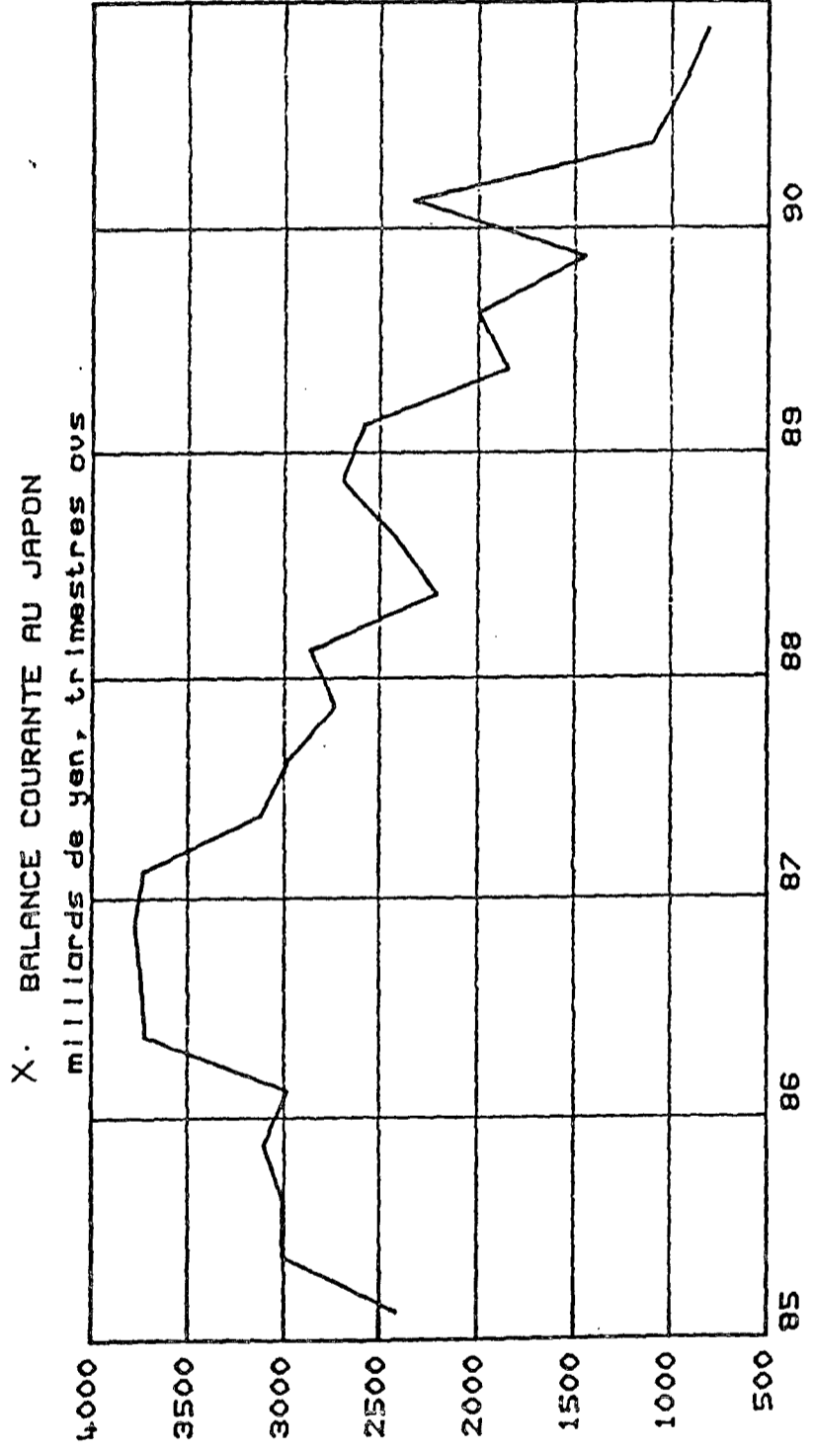


Source : OFCE

W. BALANCE COURANTE EN RFA

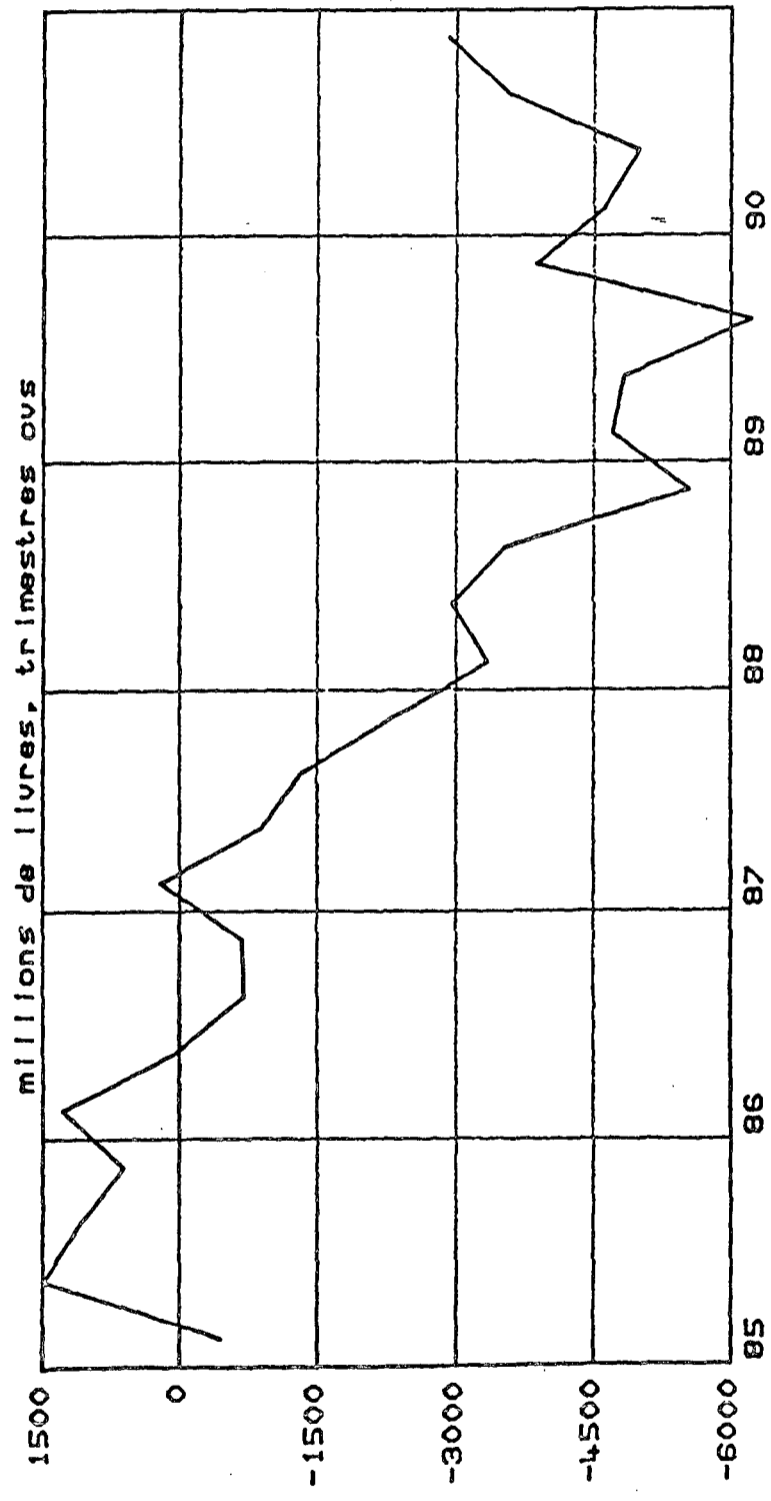


Source : OFCE



Source : OFCE

4. BALANCE COURANTE AU ROYAUME-UNI



Source : OFCE



▲  
"  
●

●  
"

...

...