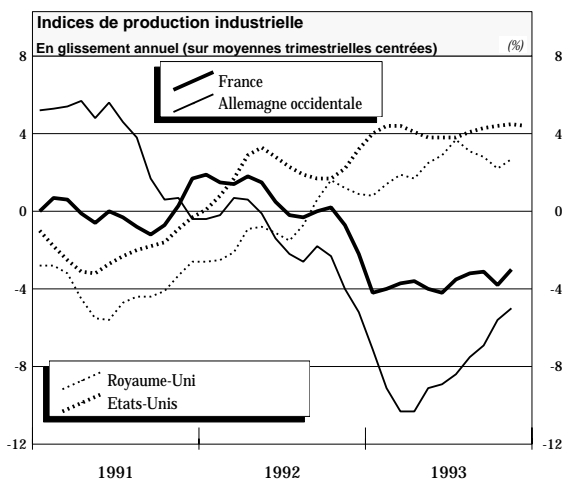


Fiches Thématiques

Environnement international

En 1993 plus encore qu'en 1992, la croissance retrouvée des États-Unis, du Canada et du Royaume-Uni a fortement contrasté avec la faiblesse ou la contraction de l'activité en Europe continentale et au Japon. L'année a été marquée par de nouvelles étapes dans la régionalisation de l'économie mondiale (cf. encadré) tandis qu'au sein même de chaque zone, les différents pays tendaient à diverger, tant sur le plan des conjonctures macro-économiques que sur celui des choix de politique économique.

En 1993, la production industrielle s'est fortement contractée en France et en Allemagne occidentale alors qu'elle a progressé au Royaume-Uni et aux États-Unis.



Sur le plan macro-économique, les changements structurels à l'oeuvre depuis plusieurs années ont permis à certains pays d'Asie, la Chine en tête, d'atteindre un rythme de croissance élevé, alors que les pays développés connaissent au mieux une croissance modérée.

Soutenue par une politique monétaire favorable, la reprise s'est confirmée dans les pays anglophones (Canada, États-Unis, Royaume-Uni). La croissance retrouvée et le faible niveau des taux d'intérêt réels y ont facilité la poursuite des assainissements financiers.

La croissance de 2% du PIB du Royaume-Uni n'a pu empêcher un recul du PIB de l'Union européenne (-0,4% en moyenne annuelle). Le PIB a en effet baissé dans presque tous les pays d'Europe continentale : de 2% en Allemagne occidentale et en Belgique, de 0,9% en Espagne, de 0,2% en Italie ...

Trois facteurs, agissant plus ou moins selon les pays, ont été à l'origine de cette récession : les contrechocs de l'unification allemande, une crise de confiance dans la construction européenne avec comme conséquence de fortes fluctuations de change, et des forces de nature cyclique, en particulier financières.

En Europe continentale, où l'endettement était resté moindre, les contrechocs de l'unification allemande ont pesé davantage que les contraintes

financières. Cette unification s'était en effet accompagnée de transferts massifs de l'Allemagne occidentale vers les nouveaux Länder. L'accroissement consécutif de la demande, supérieur aux marges de capacités, s'était traduit par un surcroît d'importations et des tensions inflationnistes.

Les contrechocs de l'unification allemande

En 1993, l'effet stimulant de la demande allemande a clairement disparu. En Allemagne occidentale, la consommation a baissé d'environ 0,5%, malgré la diminution du taux d'épargne, tandis que l'investissement productif chutait de 15% (après -4% en 1992) en raison du retournement de la demande et de la forte dégradation des perspectives la concernant. La demande intérieure globale a donc baissé (-2,3% en 1993 après +1,5%), ainsi que les exportations. Au total, le PIB de l'Allemagne réunifiée aurait diminué de 1,5% en 1993.

Le souci de limiter les tensions inflationnistes consécutives à une distribution excessive de revenus est à l'origine de la récession. De fait, en 1993, l'inflation a ralenti en moyenne annuelle.

Pour freiner la récession, le gouvernement allemand a laissé jouer les stabilisateurs automatiques en 1993, reportant à 1994 les premières mesures correctrices. Compte tenu des déficits des collectivités locales et des fonds destinés aux nouveaux Länder, le besoin de financement des administrations publiques aurait dépassé 170 milliards de marks (5,5% du PIB) et même 210 milliards en prenant en compte le déficit de

la Treuhandanstalt, organisme para-public chargé des privatisations dans la partie orientale.

Un nouvel équilibre de politique économique en Europe

Malgré les difficultés économiques de l'Allemagne, le niveau nominal de ses taux d'intérêt est resté directeur pour l'ensemble des pays dont les monnaies sont peu ou prou liées au mark, notamment au sein du mécanisme de change européen.

Or avec 3,7% l'inflation allemande s'est montrée particulièrement élevée comparée à celle de la plupart des autres pays d'Europe. L'inflation était en effet, en décembre 1993, de 2,7% en Belgique, 2,1% en France, 1,9% au Royaume-Uni, 1,7% aux Pays-Bas. Seuls les Pays méditerranéens ont fait exception avec une inflation de 4% en Italie et de 5% en Espagne. De ce fait, les taux d'intérêt réels ont pesé sur l'économie des pays d'Europe continentale non méditerranéenne. Ralentissant l'activité économique, ils ont eu un rôle procyclique.

Dans ce contexte de rigueur monétaire, les gouvernements des pays d'Europe continentale dont les finances publiques étaient déjà fortement dégradées (Italie, Espagne, Belgique,

Pays-Bas) ont refusé, à la différence de l'Allemagne, du Danemark et surtout du Royaume-Uni, de laisser jouer les stabilisateurs automatiques. En effet, le déficit structurel dans la Communauté européenne était estimé par l'OCDE à 4,8% du PIB en 1992. Engagés d'ailleurs par les objectifs de l'unification économique européenne, et ainsi contraints de limiter le poids de leurs dettes publiques, ces pays ont dû renoncer au soutien conjoncturel de leurs économies.

Une année de récession en Europe continentale

Les pays du **Bénélux**, très ouverts sur l'extérieur, ont souffert d'une baisse de leurs exportations liée au recul de la demande extérieure et à l'appréciation de leurs monnaies à la fin de 1992. A l'intérieur, la poursuite de l'assainissement des finances publiques a fait diminuer la consommation publique alors que la consommation privée stagnait en Belgique et ralentissait nettement aux Pays-Bas. Le PIB a ainsi chuté en Belgique et fortement ralenti aux Pays-Bas.

En Italie, MM. Amato puis Ciampi ont conduit avec énergie une politique d'assainissement économique, en réduisant drastiquement les dépenses publiques et en préservant la modération

salariale née des accords de l'été 1992. Ainsi, le rétablissement de la compétitivité entraîné ponctuellement par la dévaluation forcée de la lire a pu être maintenu, ce que les marchés financiers ont salué en ramenant l'écart de taux d'intérêt à long terme avec l'Allemagne en dessous du niveau qui prévalait avant la crise du SME. En dépit de la chute de la demande intérieure (-4%), le déficit public a pu être réduit, et le solde primaire (c'est à dire hors charge de la dette) est devenu significativement excédentaire.

En Espagne, la croissance, en ralentissement depuis 1989, s'est transformée en récession en 1993 (-1% après +0,8% en 1992). Le chômage touche désormais 23% de la population active. Les gains de productivité ont ralenti la progression des coûts salariaux unitaires et des prix à la consommation (5,0% après 5,4%), mais le chômage a fait reculer la consommation d'environ 1,6% en 1993 après la hausse de 2,1% en 1992.

La récession de 1993, la plus profonde que l'Europe ait connue depuis la Seconde Guerre mondiale, n'aurait sans doute pas eu cette ampleur sans un deuxième facteur : la crise de confiance dans la construction européenne. Cette crise a éclaté à l'automne 1992, alors que le

	Endettement net des APU (% PIB)		Déficit des APU (% PIB)	
	1990	1993	1990	1993
Belgique	128,3	138,4	5,8	7,4
Italie	97,8	115,8	10,9	10,0
Pays-Bas	78,8	83,1	5,1	4,0
Espagne	44,5	55,6	3,9	7,2
Royaume-Uni	39,6	53,2	1,2	7,6
Allemagne (ouest seulement en 1990)	43,7	50,2	2,1	4,2

Source : Commission des Communautés européennes.

Système monétaire européen (SME) était contesté et que des obstacles s'accumulaient contre la ratification du traité de Maastricht. Mais à la fin de 1993, la crise du SME a été résolue et le traité de Maastricht est entré en application; parallèlement, dans tous les pays d'Europe, les indicateurs de confiance des ménages se sont stabilisés.

Le SME en crise

Après la crise de l'automne 1992, les tensions au sein du SME n'avaient pas totalement disparu au premier semestre. La livre irlandaise a été dévaluée le 30 janvier, l'escudo et la peseta le 14 mai. Après ces réajustements, le résultat positif du second référendum danois, le 19 mai, a contribué à la stabilisation du mécanisme de change.

Les taux d'intérêt de court terme ont continué à refluer dans la plupart des pays au premier semestre. Une baisse est aussi intervenue sur les taux à long terme, mais dans de moindres

proportions. Au total, l'inversion de la courbe des rendements s'est atténuée en Europe.

Néanmoins, les écarts de taux à court terme sont demeurés élevés avec les États-Unis. Alors que la récession perdurait, les marchés ont nourri un scepticisme grandissant quant à la capacité des autorités monétaires européennes à maintenir les parités dans les marges de fluctuation autorisées par le SME tout en n'abaissant que très progressivement les taux directeurs. Une vague spéculative s'est alors portée sur la parité franc-mark, considérée comme centrale dans la construction monétaire européenne, mais aussi sur le franc belge et la couronne danoise, ainsi que sur la peseta et l'escudo, pourtant récemment dévalués.

Cette spéculation a atteint son paroxysme les 29 et 30 juillet, après que la Bundesbank eut annoncé une réduction du taux Lombard de 50 points de base, alors que les marchés attendaient surtout une réduction du taux d'escompte. Les actions concertées et massives des banques centrales n'ont pu contrecarrer les attaques spéculatives, le franc ne parvenant pas à respecter le seuil de 3,4305 francs pour un mark fixé par les règles du mécanisme de change.

Le Conseil des ministres de l'Économie et des Finances de la Communauté européenne a donc décidé, le 2 août, d'élargir de 4,5 à 30% la marge de fluctuation des monnaies participant au mécanisme de change, les cours pivots restant inchangés. Tout en maintenant les principes de fonctionnement du SME et en laissant possible un rétrécissement ultérieur des marges, voire un retour éventuel de la lire et de la livre sterling sans réaligement, cette décision a permis de priver la spéculation de repères quant aux

seuils d'intervention des banques centrales.

Après l'élargissement des marges de fluctuation, le mark a continué à faire preuve d'une grande fermeté, malgré une orientation toujours assez médiocre de la situation économique en Allemagne. Cette résistance, largement fondée sur la volonté affirmée de la banque centrale allemande de n'abaisser ses taux que dans la mesure où les conditions intérieures et extérieures le permettraient, s'est prolongée tout au long du mois de septembre.

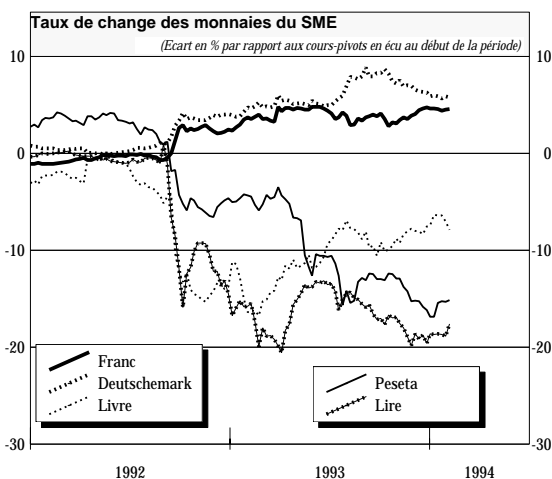
Dans un premier temps, le franc français a continué à subir des pressions, du fait d'anticipations de baisse forte et rapide des taux. Mais la politique de retour très graduel des taux d'intérêt à leur niveau d'avant la crise a contribué à son raffermissement durant la seconde quinzaine d'août. Il s'est ensuite stabilisé par rapport au mark, alors que les taux à court terme se détendaient progressivement.

La baisse des taux directeurs allemands le 21 octobre et la publication de prévisions pessimistes pour la croissance en 1994 ont arrêté la progression du mark. Le franc a pleinement bénéficié de ce mouvement, encore renforcé par l'annonce du remboursement à hauteur de 80% de la dette contractée auprès du FECOM. A partir de la fin de 1993, le franc est revenu dans son ancienne marge de fluctuation vis-à-vis du mark.

Une crise de confiance des agents

La confiance des agents et la production industrielle ont évolué parallèlement à la crise du SME. Elles se sont détériorées fortement à l'automne

Malgré les crises successives du SME, le franc n'a pas décroché du mark, alors que la livre sterling, la peseta et la lire se sont fortement dévaluées.



1992, avant de s'améliorer pour l'une, de se stabiliser pour l'autre, un an après.

En dégradation régulière depuis 1990 dans tous les pays d'Europe continentale, la confiance des ménages a plutôt tendu à s'améliorer au premier semestre de 1992 en France ou aux Pays-Bas. Mais, à l'automne 1992, la tendance s'est inversée à nouveau dans ces pays; en Italie, la dégradation s'est très sensiblement accentuée. En 1993, les indicateurs de confiance des ménages se sont stabilisés dans tous les pays, à un niveau peu élevé.

S'agissant des entreprises industrielles, les soldes d'opinion sur la tendance passée de la demande globale ont terminé l'année 1993 sur une sensible amélioration dans toute l'Europe. Le point bas a été atteint dès 1991 au Royaume-Uni. En Europe continentale, il date le plus souvent de la charnière entre 1992 et 1993 (Allemagne, Pays-Bas, Italie), parfois du deuxième trimestre 1993 (Belgique), voire du troisième (France). La production industrielle a généralement connu un profil similaire. Elle a chuté à l'automne 1992 pour se stabiliser ensuite dans le courant de 1993. Toutefois, malgré la restauration progressive de la confiance des entrepreneurs, la reprise ne s'était pas encore manifestée à la fin de 1993 en Europe continentale.

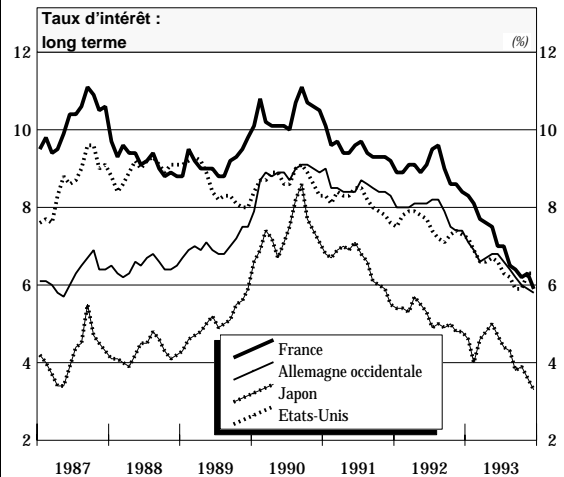
La récession de 1993 a peut-être vu la fin d'un cycle conjoncturel, commencé en 1987, dans la dynamique duquel l'endettement des agents a eu un rôle important. Sensible en Europe continentale, où son ampleur exacte reste à déterminer, il a été particulièrement marqué et précoce dans les pays anglophones et nordiques, où le creux

du cycle a été atteint dès 1992. Au Royaume-Uni, la reprise amorcée dès 1992 a été confortée en 1993 par la dépréciation de la livre, et par la baisse très forte des taux d'intérêt rendue possible par la sortie de la livre du mécanisme de change européen. Les États-Unis ont vu leur activité s'accélérer au cours de l'année 1993, ce qui leur a permis de corriger certaines des difficultés structurelles héritées du cycle financier.

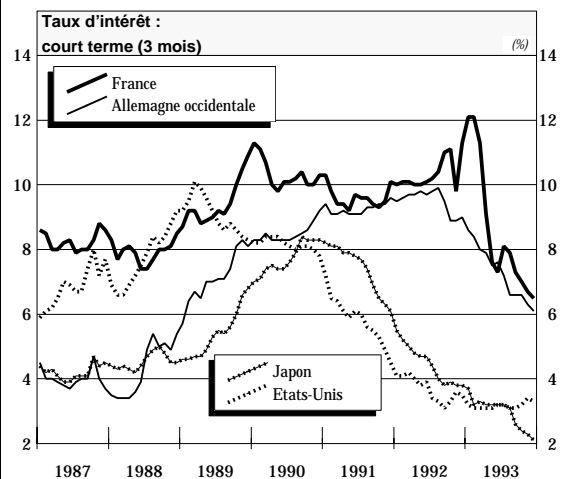
Une reprise confirmée au Royaume-Uni

La croissance du PIB est positive depuis le deuxième trimestre de 1992 et a atteint 2% sur l'année 1993. L'activité est restée entraînée par la consommation des ménages, plus que par des exportations contraintes par la faiblesse de la demande européenne. La consommation des ménages a crû de 1,8% au cours de l'année grâce à une baisse sensible du taux d'épargne. Les échanges extérieurs n'ont que partiellement profité de la dépréciation de la livre, les exportateurs semblant avoir largement reconstitué leurs marges. Du fait du décalage de conjoncture avec l'Europe continentale et de la baisse des termes de l'échange, la balance commerciale se serait encore dégradée en 1993. La modération de l'inflation a constitué l'élément le plus inattendu de cette reprise après une dépréciation de grande ampleur de la monnaie. Son origine est à chercher dans la faible utilisation des facteurs de production qui a continué d'exercer une pression à la baisse sur les salaires et les prix. L'inflation sous-jacente (hors remboursements hypothécaires) était ainsi de 3,0% en décembre.

Après une nette dégradation au cours de la récession, l'année

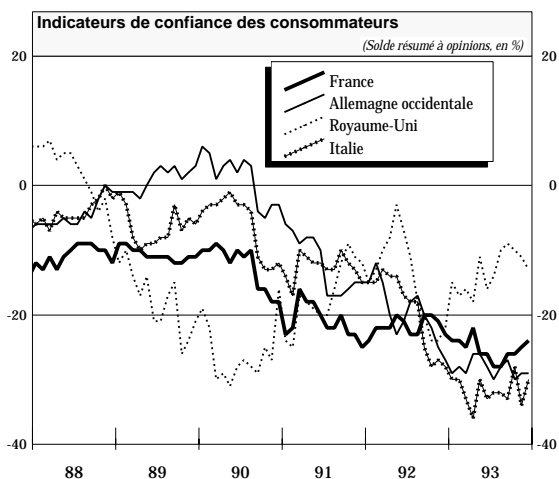


Les taux d'intérêt (à court comme à long terme) ont continué à refluer dans la plupart des pays en 1993.



1993 a vu le gouvernement britannique prendre conscience de la dérive des déficits publics et présenter un plan de réduction sur quatre ans associé au budget 1993-1994, le premier à présenter conjointement recettes et dépenses. Le déficit se sera élevé à 7,5% du PIB en 1993.

Les taux d'intérêt à court terme qui excédaient 10% au milieu de 1992 se sont stabilisés autour de 6%, ayant spectaculairement baissé dès la sortie du mécanisme de change européen. Une telle baisse a des effets particulièrement rapides et sensibles sur le comportement



Le manque de confiance des consommateurs d'Europe continentale en 1993 contraste fortement avec le regain observé outre-Manche.

d'investissement et sur l'endettement des ménages dans un pays où 90% des prêts hypothécaires sont indexés sur les taux de base. Le nombre de ménages en situation de faillite (endettement net supérieur à l'actif immobilier) serait ainsi passé de 1,8 million en 1992 à 1,4 million à la mi-1993.

Les États-Unis à la fin du cycle d'endettement

L'année 1993 a vu se confirmer une reprise qui paraît désormais établie sur

des bases plus solides avec la poursuite de la correction de certains déséquilibres structurels.

Premier facteur de reprise en 1992, la consommation des ménages est restée forte, croissant de plus de 3% au cours de l'année 1993. En effet, les salaires ont peu progressé mais le retour des créations d'emplois a permis au revenu disponible de croître de 2,5% en 1993 alors que dans le même temps le taux d'épargne continuait de baisser, à 4,5% contre 5,3% en 1992. Le retour à la confiance dans les débouchés futurs a justifié un investissement soutenu (de l'ordre de 10% sur l'année), qui a été favorisé par la baisse du coût du capital (taux d'intérêt et prix de certains équipements, informatiques en particulier). Après une pause au premier semestre, la production industrielle s'est accélérée au second, accompagnée d'un début de reconstitution des stocks. Au total, le PIB a crû de 3% en 1993, avec une très forte accélération en fin d'année, après 2,6% en 1992.

Alors que la croissance se confirmait, la correction des faiblesses structurelles internes a pu être poursuivie : désendettement des entreprises et des ménages, mise en place progressive et crédible de l'assainissement budgétaire. En revanche, le déficit extérieur s'est creusé avec la reprise et a été accentué par le décalage de

conjoncture avec l'Europe et le Japon.

La politique budgétaire a principalement visé à la réduction du déficit fédéral. Un plan d'allègement du déficit de 500 milliards de dollars a été voté en août. L'accélération des rentrées fiscales et la baisse du coût moyen de la dette ont d'ores et déjà permis des résultats sensiblement en deçà des prévisions pour l'année fiscale 1992-1993. Enfin, la dette fédérale a été réorientée vers des instruments de plus court terme pour bénéficier de la baisse des taux d'intérêt.

Le bas niveau des taux d'intérêt à court terme, descendus à 3%, a pu se transmettre aux taux à long terme grâce à des perspectives d'inflation faible et à la crédibilité retrouvée des objectifs budgétaires. Les taux hypothécaires sont ainsi passés en dessous de 7% et les taux obligataires en dessous de 6%. Le bas niveau de ces taux a profité à tous les agents en accélérant la restructuration des bilans et le désendettement des entreprises aussi bien que des ménages. Alors que se levaient les contraintes financières qui avaient pesé sur la demande au cours du cycle d'endettement, le crédit a pu à nouveau se développer.

COURS DES DEVICES EN FRANCS

Niveaux annuels				Niveaux trimestriels							
1991	1992	1993		1992				1993			
				1er T	2ème T	3ème T	4ème T	1er T	2ème T	3ème T	4ème T
5,641	5,294	5,663	Dollar	5,511	5,439	4,960	5,265	5,546	5,456	5,812	5,836
3,401	3,389	3,425	Deutschemark	3,403	3,370	3,390	3,395	3,392	3,373	3,467	3,467
4,195	4,178	5,112	Yen (100 yens)	4,288	4,174	3,971	4,279	4,589	4,964	5,505	5,391
6,973	6,837	6,542	Ecu	6,951	6,912	6,837	6,650	6,607	6,254	6,650	6,657

Source : Banque de France.

Le Japon toujours dans l'incertitude

En dépit de la mise en oeuvre des plans de relance successifs annoncés en août 1992, puis en avril et à la fin de 1993, le Japon n'est pas sorti de la récession. Tout révèle une crise de confiance profonde des entreprises et des consommateurs, le tout dans un climat d'incertitude politique.

La première explication est à trouver dans la faiblesse de la demande finale et particulièrement de la consommation des ménages, que la baisse de la valeur de leurs actifs mobiliers et immobiliers poussent à épargner. Alors que les difficultés structurelles nées du dégonflement des bulles financières persistaient, la forte hausse du yen (+20% en taux de change effectif) a commencé à peser sur les exportations malgré une forte croissance des marchés à l'exportation (Asie et États-Unis). La santé du secteur bancaire restant très fragile, des taux d'intérêt nominaux établis aux niveaux les plus bas du siècle (2,5% pour les taux à court terme, 4,1% pour les taux longs) n'auront pas suffi à relancer le crédit aux entreprises. Au total, la croissance du PIB a été pratiquement nulle en 1993. ■

Libre échange et régionalisation

L'année écoulée a été marquée par la signature ou l'entrée en vigueur de plusieurs accords de libre échange qui, réunis, concernent l'ensemble des économies développées. Ces accords révèlent une hésitation entre régionalisme et multilatéralisme. De manière significative, alors même que s'achèvent les négociations du cycle de l'Uruguay du GATT marquant un engagement résolu de tous les pays en faveur du multilatéralisme, un partage du monde en une série d'accords régionaux se met en place.

■ Les accords finaux du cycle de l'Uruguay de l'Accord général sur le commerce et les droits douaniers (GATT) signés à Genève doivent entrer en vigueur le 1er janvier 1995. Ils prévoient notamment la mise en place cette année-là d'une Organisation mondiale du commerce. Outre un abaissement général des droits de douane pour les dossiers traditionnellement couverts par le GATT, cet accord ouvre des champs nouveaux aux négociations multilatérales mais laisse intouchés des domaines de protection régionale et de nombreuses exceptions encore régies par des accords bilatéraux.

■ En 1993, la construction européenne a enfin résolu le dilemme entre approfondissement et élargissement, acceptant la constitution d'une Europe à géométrie variable. Le marché intérieur prévu par l'Acte unique de 1986 est entré en vigueur au 1er janvier. Le traité de Maastricht, qui crée l'Union européenne et programme son unification économique et monétaire d'ici à 1999, est entré en vigueur le 1er décembre. Enfin, l'Union ainsi créée et plusieurs pays de l'Association européenne de libre-échange (AELE) ont constitué au 1er janvier 1994 l'Espace écono-

mique européen (EEE), qui réunit 370 millions d'habitants et produit 6800 milliards de dollars de PIB.

■ L'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) concerne 366 millions d'habitants et produit 6500 milliards de dollars de PIB. Il a été ratifié au cours de l'année par les États-Unis, le Canada et le Mexique pour entrer en vigueur le 1er janvier 1994. Après de nombreux accords entre les États-Unis et le Canada, ses effets se feront surtout sentir sur les échanges entre les États-Unis et le Mexique : la suppression des droits de douane sur une partie des biens échangés entre ces deux pays sera échelonnée sur une période de dix à quinze ans. L'accord actuel se veut la première étape d'un marché intégré pour les économies développées des deux continents américains. L'Argentine et le Chili figurent d'ores et déjà parmi les premiers candidats à l'élargissement de l'accord.

■ En novembre, la conférence de Seattle a posé les jalons d'une coopération économique en Asie. Elle réunit les 15 acteurs de la Communauté économique Asie-Pacifique (APEC) fondée en 1989 par les États-Unis et l'Australie et qui comprend notamment le Japon, les quatre dragons et la Chine populaire, rejoints en 1993 et 1994 par le Mexique puis le Chili. Les niveaux de développement et les intérêts de ses membres sont très divers et seule une minorité d'entre eux souhaitent en faire un lieu institutionnel de négociation. Mais, au-delà de ses résultats, la tenue même d'une telle réunion est bien le signe d'une volonté de libéralisation du commerce dans une zone appelée à devenir un centre de gravité des échanges mondiaux et qui, en 1993, réalisait l'essentiel de la croissance mondiale.

PIB DES PRINCIPAUX PAYS INDUSTRIALISÉS

(Taux d'évolution en %)

1989	1990	1991	1992	1993*		1992				1993			
						1er T	2ème T	3ème T	4ème T	1er T	2ème T	3ème T	4ème T
ÉTATS-UNIS													
2,5	1,2	-0,7	2,6	2,9	PIB (en \$ 87)	0,9	0,7	0,8	1,4	0,2	0,5	0,7	1,4
3,8	3,0	0,1	8,7	10,5	Importations	0,9	3,8	2,2	1,4	2,8	3,2	1,5	4,4
1,9	1,5	-0,4	2,6	3,3	Consommation privée	1,1	0,4	1,0	1,4	0,2	0,8	1,1	1,0
2,0	3,1	1,5	-0,1	-0,7	Consommation publique	0,7	-0,3	1,0	-0,3	-1,6	1,1	0,1	-0,2
0,1	-1,7	-7,7	6,2	10,9	FBCF totale	1,7	4,0	0,8	3,3	2,6	2,2	2,1	5,5
1,8	0,8	-1,4	2,9	3,8	Demande intérieure totale	0,8	1,2	0,9	1,3	0,6	0,8	0,9	1,6
11,9	8,1	6,5	6,4	3,2	Exportations	1,2	-0,1	1,6	2,1	-0,6	0,9	-0,2	3,5
JAPON													
4,7	4,9	4,3	1,2	(0,3)	PIB (en Yens 85)	0,5	-0,5	-0,1	-0,3	0,9	-0,5	0,5	
22,2	12,0	-2,5	-3,0	(-0,7)	Importations	-0,8	-3,0	0,4	-0,9	1,8	-1,2	-0,6	
4,3	4,0	2,2	1,7	(0,9)	Consommation privée	0,5	-0,4	0,5	-0,3	1,3	-0,6	0,4	
2,0	1,9	1,6	2,2	(2,8)	Consommation publique	0,4	-0,7	0,5	1,9	0,2	1,1	0,7	
9,2	9,0	3,7	-0,8	(-0,9)	FBCF totale	0,0	1,0	-1,3	-1,6	0,8	-0,4	0,5	
5,7	5,2	2,9	0,1	(0,5)	Demande intérieure totale	0,4	-0,9	-0,2	-0,7	1,0	0,1	0,5	
15,1	10,5	5,0	2,7	(-1,4)	Exportations	0,1	-0,8	1,2	1,3	0,8	-4,3	-0,5	
ALLEMAGNE OCCIDENTALE													
3,7	5,9	4,6	1,2	-1,9	PIB (en DM 91)	1,4	0,0	-0,4	-1,0	-1,6	0,6	0,6	-0,5
8,6	11,8	13,2	4,8	-7,2	Importations	2,6	-1,2	0,2	1,5	-6,2	-4,2	1,6	1,8
3,2	5,0	4,4	1,5	-0,6	Consommation privée	1,0	-0,2	0,8	1,6	-2,4	-0,4	1,6	-1,2
-1,6	2,2	0,3	3,2	-1,7	Consommation publique	2,2	-0,6	-0,4	1,3	-1,8	-0,3	-0,8	0,6
6,2	9,0	6,2	0,4	-6,4	FBCF totale	5,6	-3,4	-2,2	-0,9	-1,2	-3,8	1,2	-1,9
2,3	5,5	3,8	1,8	-2,1	Demande intérieure totale	2,7	-0,2	-0,7	0,1	-2,0	0,1	0,6	-0,6
12,0	11,7	13,6	2,7	-5,9	Exportations	-0,5	-0,7	0,9	-1,5	-4,7	-2,1	1,5	1,7
ALLEMAGNE													
			2,1	-1,3	PIB								
ROYAUME-UNI													
2,2	0,4	-2,2	-0,5	2,1	PIB (en £ 90)	-0,9	0,2	0,4	0,3	0,6	0,6	0,7	0,8
7,4	0,5	-5,4	5,7	(1,8)	Importations	1,6	2,7	-0,1	0,8	0,7	-0,9	1,3	
3,2	0,6	-2,2	-0,1	2,5	Consommation privée	-0,5	0,6	0,4	0,6	0,5	0,5	1,1	1,1
1,4	2,5	2,5	0,7	-0,1	Consommation publique	1,0	0,9	-1,9	0,5	-0,4	0,9	-0,1	0,4
5,5	-3,4	-9,8	-1,6	0,4	FBCF totale	0,1	-1,1	-0,4	2,0	0,4	-2,7	1,8	0,2
2,9	-0,6	-3,4	0,3	(1,2)	Demande intérieure totale	-0,4	0,4	0,5	0,3	0,1	0,7	0,3	
4,7	5,1	-0,9	2,6	(3,9)	Exportations	-0,3	1,8	-0,8	1,1	2,6	-1,4	2,9	
ITALIE													
2,9	2,1	1,3	0,9	(-0,5)	PIB (en Lires 85)	0,5	0,3	-0,5	-0,5	-0,2	0,7	-0,5	
7,6	8,0	2,9	4,6	(-9,3)	Importations	5,0	-1,8	0,3	-3,7	-5,6	-1,2	0,1	
3,5	2,5	2,3	1,8	(-1,7)	Consommation privée	0,9	0,6	-0,4	-0,8	-0,8	-0,2	-0,1	
0,8	1,2	1,5	1,1	(0,3)	Consommation publique	0,2	0,4	0,4	0,0	0,1	0,0	-0,2	
4,3	3,8	0,6	-1,4	(-8,6)	FBCF totale	-0,8	-1,4	-1,5	-2,4	-3,6	-1,9	-1,8	
2,8	2,5	1,9	1,0	(-5,0)	Demande intérieure totale	1,0	0,4	-1,6	-1,3	-3,2	0,4	-0,8	
8,8	7,0	0,3	5,0	(8,6)	Exportations	3,5	-2,6	5,3	-0,8	6,3	0,1	1,5	
FRANCE													
4,3	2,5	0,7	1,4	-0,7	PIB (en F 80)	0,7	-0,1	0,2	-0,3	-0,9	0,2	0,4	0,2
8,1	6,3	2,9	3,1	-2,6	Importations	4,5	-1,4	2,1	-2,5	-2,6	1,6	0,8	-1,3
3,1	2,9	1,4	1,7	0,8	Consommation privée	0,4	-0,2	1,0	0,7	-1,0	0,8	0,7	0,0
0,5	2,0	2,5	2,7	1,6	Consommation publique	0,7	0,6	0,8	0,3	0,2	0,3	0,5	0,3
7,9	2,9	-1,5	-2,1	-5,0	FBCF totale	-0,6	-1,1	0,7	-1,5	-3,3	-1,3	0,2	0,8
3,9	2,8	0,5	0,4	-1,3	Demande intérieure totale	0,7	-0,3	0,4	-0,6	-1,1	0,5	-0,3	-0,3
10,2	5,3	3,9	7,2	-0,4	Exportations	5,0	-0,6	1,0	-1,4	-1,4	0,2	3,1	0,2

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

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

Échanges extérieurs et balance des paiements

La mesure des flux d'échanges extérieurs a été fortement perturbée par la mise en place, le 1er janvier 1993, du système d'enregistrement Intra-stat qui résulte de l'application de l'Acte Unique. Les données douanières en valeur ont ainsi fait l'objet d'importantes révisions à la hausse au mois le mois. La somme cumulée des révisions effectuées sur l'ensemble de l'année 1993 représente 36 Mds de F pour les importations et 34 Mds de F pour les exportations, soit 3% des flux (1).

Des perturbations similaires ont été observées dans la plupart des pays membres de l'Union Européenne, ce qui a entraîné des incohérences entre les importations et les exportations intra-communautaires. Des procédures de confrontation sont actuellement mises en oeuvre, et on ne peut exclure que de nouvelles révisions soient faites, une fois ces travaux menés à leur terme. Dans ces conditions, des précautions s'imposent dans l'analyse des évolutions constatées entre 1992 et 1993. Toutefois, certaines tendances peuvent être considérées comme robustes.

Ainsi le tassement des flux, plus important à l'importation qu'à l'exportation, a entraîné une amélioration substantielle du solde FAB-FAB, même si

celui-ci est probablement inférieur aux 87 Mds de F en données CVS affichés sur l'ensemble de l'année (amélioration d'environ 56 Mds par rapport à 1992).

Le solde CAF-FAB s'établirait à 39 Mds de F (chiffres comptes trimestriels), en progression de 60 Mds par rapport à 1992. Le taux de couverture en valeur, pour l'ensemble des marchandises, s'est amélioré de 5% en moyenne annuelle ; il peut être décomposé en un effet prix (gains des termes de l'échange) et un effet volume (taux de couverture en volume).

Les gains des termes de l'échange (rapport des prix d'exportations sur les prix d'importations) seraient de 2,7% en moyenne annuelle. Ces évolutions sont dues, pour partie, aux mouvements consta-

tés sur les parités des monnaies. En taux de change effectif, c'est-à-dire par rapport à un panier de monnaies, le franc s'est apprécié en début d'année, en raison des dévaluations de la lire italienne, de la peseta espagnole et de la livre sterling. En revanche, au cours de la seconde partie de l'année, la remontée du dollar et du yen contre les monnaies européennes, ainsi que la dépréciation temporaire du franc contre le mark au troisième trimestre, ont conduit à une forte dépréciation du taux de change effectif du franc. En moyenne annuelle, sa parité effective aurait ainsi été quasiment stable.

Les mouvements de prix s'ajustant avec retard aux variations de taux de change, il est concevable que les effets retardés de l'appréciation du franc à la fin de 1992 et au début de 1993 aient conduit à des gains de termes de l'échange significatifs.

Le taux de couverture en volume serait en hausse de 2,3%, cette progression ayant pour origine une baisse des volumes importés, beaucoup plus prononcée que celle des volumes exportés (-3,6% contre -1,3%). Ce décalage peut s'expliquer par un effet de structure de nos importations, les investissements et les consommations intermédiaires, dont le contenu en importation est élevé (35% et 32% respectivement), ayant connu une évolution

SOLDE DU COMMERCE EXTÉRIEUR : RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE

(Soldes douaniers, Caf-Fab, milliards de francs)⁽¹⁾

	1991	1992	1993
États-Unis	-37,9	-26,5	-15,7
Japon	-29,1	-29,6	-23,7
Total Union europ.	-7,8	16,7	32,9
Total OCDE	-78,9	-43,6	1,5
PECO ⁽²⁾	-7,8	-4,4	-2,7
EDA ⁽³⁾	-17,7	-13,4	-8,6
Moyen-Orient	-6,4	3,9	4,0

Source : Douanes.

(1) Hors matériel militaire.

(2) Pays d'Europe Centrale et Orientale.

(3) Économies en développement rapide d'Asie.

(1) Le cumul des révisions sur un mois donné est égal à la différence entre le chiffre initial publié et le dernier chiffre paru ; ainsi, janvier a été corrigé 11 fois, février 10 fois... etc. Le mois de décembre reste à ce jour provisoire. Le cumul des révisions sur 1993 est la somme de toutes ces corrections.

BALANCE COMMERCIALE

(Soldes douaniers, Caf-Fab, milliards de francs) ⁽¹⁾

1981	1986	1989	1990	1991	1992		1993				1993
							1er T	2ème T	3ème T	4ème T	
21,2	26,0	48,3	51,2	44,5	53,2	Agriculture/IAA	10,4	14,2	16,8	15,2	56,5
-161,9	-89,5	-83,3	-94,1	-94,1	-79,5	Énergie	-18,1	-18,9	-17,9	-15,0	-69,3
62,5	39,7	-51,3	-53,6	-31,8	6,8	Manufacturés ⁽²⁾	10,4	13,1	13,5	15,8	54,8
-78,2	-23,8	-86,3	-96,5	-81,4	-19,5	Total Caf-Fab	2,7	8,4	12,3	16,1	42,0
-50,6	-0,4	-43,8	-49,6	-29,5	31,0	Total Fab-Fab ⁽³⁾	14,5	20,3	24,4	28,0	89,6

Source : Douanes.

(1) Les chiffres annuels sont des chiffres bruts y compris pour 1993, les chiffres trimestriels sont CVS-CJO.

(2) Caf/Fab y compris "divers".

(3) Le taux permettant de passer des données Caf aux chiffres Fab était de 96,3 en 1990, de 96,0 en 1991, de 95,8 en 1992 et 1993.

beaucoup plus défavorable que la consommation des ménages, dont la part importée est plus faible (23%).

Sur certaines zones dont l'activité économique a été plus soutenue en 1993, telles que les États-Unis ou les pays d'Asie à économie en développement rapide (2), les exportations françaises ont connu une notable amélioration (respectivement +5% et +13% en valeur). Le solde commercial en valeur avec les pays d'Asie en développement rapide s'est établi à -9 Mds (en progression de 5 Mds) et, si nos échanges avec les États-Unis dégagent toujours un déficit de 16 Mds de F, celui-ci se trouve réduit de 10 Mds de F par rapport à 1992.

Accroissement de l'excédent des IAA

Le solde agro-alimentaire s'établirait à +56,5 Mds de F, contre +53,2 Mds en 1992, suite à un accroissement de l'excédent des IAA alors que celui des produits agricoles se maintient au niveau atteint en 1992.

Alors que les exportations en valeur de produits des IAA ont été pratiquement stables (-0,6%), les importations ont subi une baisse de 4% liée à

l'atonie de la demande mais ayant pu être amplifiée statistiquement par le nouveau mode d'enregistrement des échanges intra-communautaires.

Le solde agricole est resté à peu près stable, en raison d'une baisse simultanée des exportations et des importations (respectivement -7,5% et -10%). La réforme de la PAC, entrée en vigueur le 1er juillet 1993, a entraîné, d'une part, de fortes baisses de prix sur les échanges intra-communautaires, et, d'autre part, une mise en jachère obligatoire d'une partie des surfaces cultivées en céréales et oléagineux. La baisse de la production qui en a résulté n'a pas empêché de satisfaire une demande extérieure stable, grâce à une forte réduction des stocks (ce qui était conforme aux objectifs implicites de la réforme).

Par origine et destination, les flux des échanges avec la Communauté Européenne ont sensiblement baissé, et le solde correspondant aux échanges avec les pays tiers, a enregistré une forte augmentation, résultant uniquement d'une chute des importations, les exportations restant stables.

Diminution de la facture énergétique

La facture énergétique s'est élevée à 69,5 Mds de F, soit 10 Mds de moins qu'en 1992, amélioration imputable pour l'essentiel à la baisse des volumes importés (-5% en moyenne annuelle) alors que la chute des prix du pétrole n'est pas totalement répercutée sur le prix des importations d'énergie.

Les prix CAF des énergies importées ont continué de baisser en 1993 (-2%) mais de façon moins significative qu'en 1992 (-14%). La chute des cours du pétrole a, en 1993, été amortie par le redressement du dollar : le prix du baril a diminué de 12,6% en \$ mais de seulement 6,6% en francs. De plus, décalée dans le temps, elle n'a pas été intégralement répercutée sur les prix des autres énergies qui ont peu évolué (+1% pour les produits raffinés, +6% pour le charbon et stabilité pour le gaz naturel).

Les bonnes performances de la production énergétique ont permis une réorientation des importations et un accroissement sans précédent des exportations. Le raffermissement de la demande extérieure d'électricité et de produits raffinés s'est conjugué à une bonne disponibilité du parc nucléaire et une amélioration des marges de raffinage : la production d'électricité s'est accrue de 2% et celles des raffineries de 4%. Les exportations ont apporté une contribution de 2,5 Mds de F à l'allègement de la facture énergétique. Le taux de couverture en valeur dépasse pour la première fois 30 % et le taux d'indépendance énergétique 50%.

L'activité soutenue des raffineries a généré une augmentation de 4,6% des volumes de pétrole

(2) Brunei, Chine, Corée du Sud, Hong-Kong, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taïwan, Thaïlande.

brut importés mais, avec une décote de prix de 6,6%, la facture pétrolière s'est néanmoins allégée de 1,4 Md de F. Cette bonne activité a, d'autre part, permis une augmentation des volumes exportés (+16%) et une diminution (14%) des volumes importés permettant une amélioration de 5 Mds de F du solde des produits raffinés. Il faut remonter à 1985 pour trouver une part aussi faible des importations nettes de raffinés dans la consommation de produits pétroliers.

Par ailleurs, le recul de 31% de l'activité des centrales thermiques au profit des centrales nucléaires et la baisse de production dans la sidérurgie ont permis de réduire la consommation de charbon. La baisse de 33% des volumes importés a permis d'alléger la facture charbonnière de 2,3 Mds de F.

Comme en 1992, la baisse des quantités importées (-5%) est beaucoup plus importante que celle de la consommation primaire totale (-0,1%).

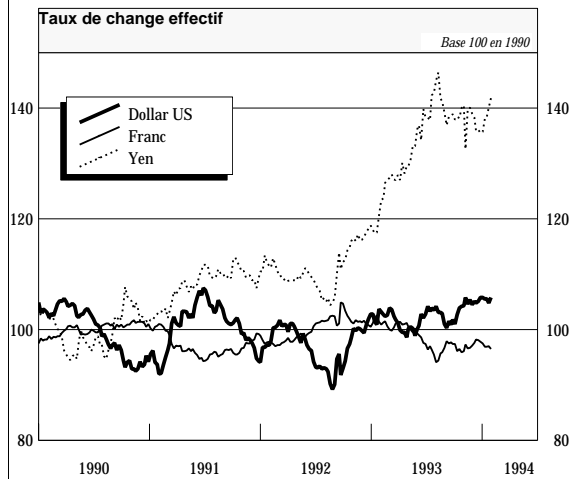
On peut noter que les échanges agro-alimentaires et énergétiques sont considérés comme moins sensibles que les flux de produits manufacturés à la rupture de série causée par Intrastat. La raison en est la plus forte concentration des intervenants sur les marchés extérieurs dans ces secteurs, ainsi que le suivi, exercé par les autorités

communautaires, sur les échanges agricoles, rendu nécessaire par les mécanismes de la PAC.

Bilan incertain pour les produits manufacturés

Pour les produits manufacturés, les incertitudes de mesure sont plus lourdes. L'évolution des variables fondamentales, en particulier le contenu direct en importation des composantes de la demande intérieure, aurait abouti, approximativement, à une baisse des importations en valeur de 90 Mds de F par rapport à l'année précédente, soit -8,8% en moyenne annuelle, baisse inférieure aux observations d'environ 20 Mds.

Les exportations de produits manufacturés ont subi le contre-coup de la diminution de la demande mondiale adressée à la France (environ -0,5% si on se fonde, non pas sur les chiffres douaniers de nos partenaires européens, mais sur l'évolution de leurs demandes intérieures). La mesure de la compétitivité-prix des produits français renvoie, outre à l'évolution du taux de change effectif du franc, aux variations relatives des coûts de production en France et chez nos principaux concurrents, ainsi qu'au comportement de marge des exportateurs



français. Celui-ci n'aurait pas été significativement différent de celui de leurs concurrents. Une légère amélioration de la compétitivité-coût expliquerait, pour l'essentiel, un mouvement du même ordre de grandeur (environ 1% en moyenne annuelle) de la compétitivité-prix à l'exportation des produits manufacturés français.

En moyenne annuelle, le taux de change effectif du franc est quasiment stable.

Les pertes tendanciellées de parts de marché, aggravées par l'effet de la demande, ont semble-t-il, été limitées par l'effet de la compétitivité qui s'est redressée en cours d'année, après s'être dégradée, au premier trimestre, à la suite des dévaluations européennes de l'automne 1992.

Le solde courant atteint 0,8 % du PIB

En 1993, le solde des transactions courantes se serait établi aux alentours de 60 Mds de F (soit environ 0,8% du produit intérieur brut), en progression par rapport au résultat de 1992 (20,5 Mds de F). Si la nette amélioration du solde courant est incontestable depuis le début de la décennie (il était de -52,7 Mds de F en 1990), l'excédent de 1993 doit toutefois être analysé avec circonspection en raison de la mise en place du

PRIX CAF DE L'ÉNERGIE IMPORTÉE

	1990	1991	1992	1993
En dollars/baril				
Pétrole	22,7	19,7	18,6	16,3
En francs / TEP				
Pétrole (54 %) (1)	896	812	723	674
Produits raffinés (20 %)	1131	1148	932	944
Gaz naturel (18 %)	680	805	655	655
Charbon (7 %)	577	554	509	538
Ensemble (francs / TEP)	876	857	737	722

(1) Poids dans les importations d'énergie en 1993.

système INTRASTAT. Le solde des marchandises s'est amélioré parallèlement au solde douanier, mais les postes «autres biens et services» et «transferts unilatéraux du secteur privé» ont été également affectés par les modifications de certaines informations d'origine douanière. Les autres grands postes des transactions courantes présentent des évolutions moins heurtées. Le solde des services est égal à celui de 1992 (+60 Mds de F) et le déficit des revenus de facteurs s'est stabilisé après trois années de forte dégradation.

Tourisme : réduction des dépenses des Français à l'étranger

Contrairement aux premiers résultats concernant 1993 qui montraient, comparativement au début de l'année 1992, une diminution du solde touristique, on aurait atteint, sur l'ensemble de l'année 1993, un nouvel excédent record de notre balance touristique. La croissance de cet excédent serait toutefois en net ralentissement par rapport aux années passées. Elle a, de plus été obtenue par une diminution en volume et en valeur des dépenses des Français à l'étranger (environ -3,5% par rapport à 1992 en valeur). Cette contraction, qui ne s'était pas vue depuis dix ans, a accompagné le ralentissement de la consommation des ménages en France. En début d'année, les dépenses des Français à l'étranger ont sensiblement diminué vers les États-Unis (premier lieu de destination de ces dépenses) en raison de la dégradation de la parité du franc avec le dollar. La croissance des recettes touristiques de la France a fortement décéléré en 1993 par rapport aux années passées, tout en restant légèrement positive

(de l'ordre de 1%). En données corrigées des variations saisonnières, le profil semestriel de ces recettes montre un net ralentissement en début d'année et une forte reprise à partir de l'été, le début de l'année ayant souffert de la mauvaise conjoncture économique de nos voisins ainsi que de la diminution de notre compétitivité touristique suite aux dévaluations en automne 1992 des monnaies de nos principaux concurrents (Italie, Espagne et Portugal). L'accroissement de nos recettes depuis le début de l'été serait du, quant à lui, à un retour des touristes anglo-saxons et plus particulièrement nord-américains, ces derniers étant favorisés par l'évolution avantageuse du cours du dollar depuis l'automne 1992.

Stabilisation du déficit des revenus de facteurs

Pour la première fois depuis 1990, le déficit des revenus du capital s'est stabilisé en 1993 (aux alentours de 45 Mds de F). Deux éléments se sont conjugués l'année dernière pour arrêter la dégradation rapide de ce poste : d'une part un ralentissement du stock net global de capitaux à rémunérer, et, d'autre part, une diminution du prix de cette rémunération.

Le cumul des déficits courants successifs et la forte accélération des sorties de capitaux français au titre des investissements directs avaient, dans les années passées, entraîné des entrées importantes de capitaux étrangers. Dès 1992, le solde courant s'est redressé et les investissements directs français à l'étranger ont ralenti. En revanche, le fort accroissement du déficit budgétaire de 1992 s'était traduit par une croissance des achats de titres publics par les non-

résidents. Cela ne semble plus être le cas en 1993. De fait, les entrées de capitaux au titre des investissements de portefeuilles se sont considérablement ralenties sur les trois premiers trimestres de l'année alors que les sorties de capitaux français investis sur des titres étrangers se sont, elles, particulièrement accrues.

Conjointement à ces évolutions favorables sur le stock net de capitaux, s'est ajouté, en 1993, une diminution de l'écart entre les taux de rémunération des titres français et ceux des titres détenus par les résidents (titres américains notamment). Cette réduction a toutefois été atténuée par une évolution défavorable de la parité du franc vis-à-vis du dollar. Dernier point qui joue dans le sens d'une amélioration du solde des revenus du capital : la croissance constatée dès 1992 des revenus tirés des investissements directs français à l'étranger qui ce serait accentuée l'année dernière en raison du décalage de conjoncture existant notamment avec les pays anglo-saxons.

Le déficit des transferts unilatéraux du secteur officiel, dont la principale composante est le solde de la France avec les Communautés Européennes, est resté stable par rapport à 1992. L'année écoulée était pourtant celle de la mise en place de la nouvelle politique agricole commune dont une des caractéristiques réside dans la modification du régime de soutien à l'agriculture, les aides par les prix étant remplacées par des subventions d'exploitation. On aurait donc pu s'attendre à des retours plus importants sous forme d'aides directes au titre du FEOGA. En fait cela est le cas si on rajoute aux versements de 1993 les 17 Mds de F (environ) versés par les Communautés Européennes à la France au tout début 1994 (mais au titre des aides 1993).

BALANCE DES TRANSACTIONS COURANTES

(soldes bruts en milliards de francs)

Niveaux annuels							Niveaux trimestriels ⁽³⁾				1993
1987	1988	1989	1990	1991	1992		1993				
							1er T	2ème T	3ème T	4ème T	
-55,5	-50,4	-64,3	-70,3	-49,8	15,3	Marchandises Fab / Fab ⁽¹⁾	5,8	11,9	12,7	22,9	53,2
38,3	36,0	48,2	44,4	50,1	60,5	Services	6,3	17,4	21,4	15,6	60,8
-3,8	0,6	-9,3	-12,6	-13,2	-15,7	dont : - Liés au commerce extérieur	-4,4	-4,3	-2,5	-3,7	-14,9
27,0	19,5	19,7	18,7	23,1	23,6	- Échanges de technologie	6,7	5,7	5,7	7,9	26,0
20,3	24,2	39,7	43,2	51,0	59,7	- Voyages	9,3	17,0	21,2	12,5	60,0
-5,1	-8,3	-2,0	-4,8	-10,8	-7,2	- Autres ⁽²⁾	-5,3	-1,0	-3,0	-1,1	-10,4
-9,8	-8,6	-2,7	-21,3	-32,6	-48,3	Revenus de facteurs	-13,7	-20,5	-3,6	-12,7	-50,5
32,5	34,5	37,2	38,9	40,2	40,1	Autres biens et services	7,2	7,9	7,6	7,6	30,3
-32,1	-40,3	-48,3	-44,4	-41,4	-47,1	Transferts unilatéraux	-8,0	-6,7	-10,0	-9,6	-34,3
-18,3	-25,8	-36,1	-29,3	-26,9	-30,1	dont : -Secteur officiel	-7,6	-5,8	-7,9	-9,1	-30,5
-26,7	-28,8	-29,8	-52,7	-33,4	20,5	Transactions courantes	-2,4	10,0	28,0	23,9	59,5

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

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

(3) Chiffres Banque de France du 1er mars 1994.

MOUVEMENTS DE CAPITAUX EN BALANCE DES PAIEMENTS

(Chiffres bruts, en milliards de francs)

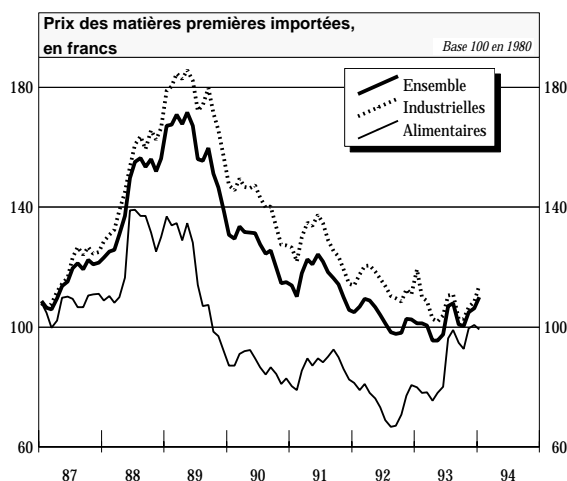
1987	1988	1989	1990	1991	1992		1993		
							1er T	2ème T	3ème T
-30,0	-28,8	-29,8	-53,6	-34,5	19,3	Transactions courantes ⁽¹⁾	2,0	14,0	27,4
		-5,9	-29,9	-3,2	2,1	Transferts en capital	0,0	-0,2	-0,1
13,2	-3,8	73,3	89,4	12,4	120,2	Capitaux à long terme	65,3	-88,9	-20,8
9,1	6,6	8,3	8,1	3,6	0,6	- crédits commerciaux	-1,0	-1,8	2,3
-0,7	-20,3	-40,1	-6,5	-14,8	-49,5	- prêts	-14,3	-24,9	-10,0
-52,3	-76,0	-115,7	-146,6	-115,6	-99,6	- investissements français à l'étranger	-16,6	-20,5	-8,7
27,8	42,9	60,9	49,2	62,5	84,3	- investissements étrangers en France	10,7	16,5	11,7
-3,2	-2,5	-3,0	-2,9	-3,9	-3,5	- investissements secteur public	-2,6	-0,6	-0,2
-20,3	-24,5	-42,3	-46,1	-84,2	-101,4	- achats nets de titres étrangers	-29,6	-59,2	-37,3
52,8	70,0	205,2	234,1	167,0	283,7	- achats nets de titres français	117,5	4,7	21,8
				-2,2	5,5	- instruments conditionnels	1,1	-3,3	-0,5
-16,8	-32,6	37,6	6,0	-25,3	141,6	Balance de base	67,3	-75,2	6,5
16,7	9,1	-66,9	-99,7	-35,5	-20,7	Capitaux à court terme du secteur privé non bancaire	-2,8	65,9	-21,9
5,0	4,1	-34,8	3,3	25,4	9,5	Erreurs et omissions	11,5	34,7	-1,0
4,9	-19,4	-64,1	-90,4	-35,4	130,4	Balance globale	75,9	25,5	-16,4
-4,9	19,4	64,1	90,4	35,4	-130,4	Capitaux à court terme des secteurs bancaires et publics	-75,9	-25,5	16,4
-55,9	14,0	37,0	149,4	4,3	-240,3	- secteur bancaire	-26,9	57,0	-205,8
51,0	5,5	27,1	-58,9	31,2	109,9	- secteur public	-49,0	-82,5	222,2

(1) Résultats n'incluant pas les dernières mises à jour effectuées à l'occasion de la publication de l'année 1993 complète.

Matières premières et pétrole

Les cours mondiaux du pétrole et des matières premières industrielles ont encore baissé en 1993. Pour le pétrole, le repli s'est produit au second semestre, dans un contexte d'offre surabondante et de demande mondiale en diminution en raison des récessions européenne et japonaise. Du côté des matières premières industrielles, le fait marquant a été le prolongement de la crise sur le marché des métaux non ferreux.

En 1993, la forte remontée des prix des matières premières alimentaires contraste avec la faiblesse des prix des matières premières industrielles.



Faiblesse des prix des matières premières industrielles

Les prix en francs des matières premières industrielles ont globalement diminué de 6,8% l'an dernier. Le recul est particulièrement marqué pour la pâte à papier (-20%) : en quatre ans, les dévaluations successives des monnaies scandinaves, le fléchissement de la demande et l'accumulation des stocks ont entraîné l'effondrement de ce marché. Toutefois, la reprise de la demande américaine et les accords entre producteurs ont amorcé un retournement à la hausse en fin d'année.

Sur le marché des métaux non ferreux, la crise s'est prolongée. La demande de métaux de base en Europe a encore fléchi avec la baisse de la production industrielle, alors que l'offre est restée à un niveau élevé (aux surcapacités de production européennes s'est ajoutée une progression des exportations de l'ex-URSS). Dans le même temps, le London Metal Exchange est devenu le marché à terme de référence des métaux de base; il a imposé progressivement ses prix à

l'ensemble des producteurs et a développé le plus vaste entrepôt mondial. S'attendant à un fléchissement des exportations en provenance de l'ex-URSS et à une reprise rapide de la demande, les producteurs occidentaux ont, un temps, préféré vendre à perte (le LME étant toujours acquéreur) plutôt que de fermer certains de leurs sites et perdre leurs parts de marché. Ces anticipations ne s'étant pas réalisées, les prix sont descendus très bas et les stocks au LME ont atteint des niveaux records : la menace de faillites a alors poussé l'ensemble des producteurs à réagir. Au cours du dernier trimestre 1993, les acteurs de la sidérurgie européenne ont ainsi entrepris des négociations de grande envergure, mettant en oeuvre des projets de réductions importantes de capacité. Il semble que, du point de vue des producteurs, le pire soit passé (en 1993, l'indice des prix des métaux non ferreux a enregistré une baisse de 10,5%), mais l'assainissement du marché et le redressement des prix pourraient prendre plusieurs années.

Quant aux matières premières alimentaires, leurs prix en francs ont augmenté de 17%, en moyenne, par rapport à 1992. Cette remontée s'est produite au troisième trimestre, période où le raffermissement du dollar s'est conjugué aux fortes hausses des cours internationaux du soja et du café, qui ont fait suite à des anticipations de réduction de l'offre (provoquées, respectivement, par les

PRIX DU PÉTROLE

Niveaux annuels			Dollars en francs	Niveaux trimestriels							
1991	1992	1993		1992				1993			
				1 ^{er} T.	2 ^{ème} T.	3 ^{ème} T.	4 ^{ème} T.	1 ^{er} T.	2 ^{ème} T.	3 ^{ème} T.	4 ^{ème} T.
5,64	5,29	5,66		5,51	5,44	4,96	5,26	5,55	5,46	5,81	5,84
			PETROLE								
19,9	19,4	17,2	Baril de "BRENT" en \$ (1ère échéance)	17,9	20,0	20,2	19,3	18,3	18,5	16,7	15,4
19,7	18,6	16,3	Baril importé en \$ (caf)	17,2	19,0	19,6	18,6	17,2	17,3	15,7	14,9
812	723	674	Tonne importée en francs	697	761	714	720	702	695	671	638

inondations aux États-Unis et par un nouvel accord entre producteurs).

Chute des cours du pétrole au second semestre

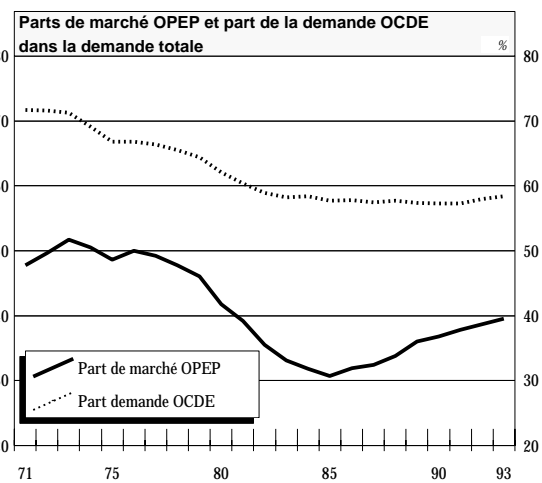
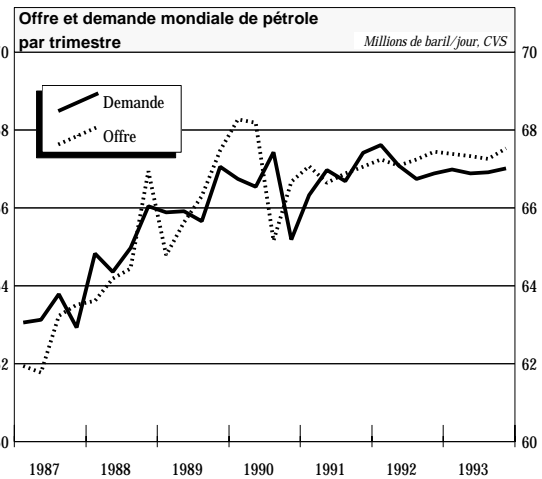
En privilégiant trop longtemps les niveaux de production au détriment des prix, les pays de l'OPEP ont contribué à déprimer le marché alors même que la demande mondiale de pétrole diminuait plus fortement que prévu (-0,3%) en raison des récessions au Japon et en Europe et de l'effondrement économique de l'ex-URSS.

Déjà perceptible depuis la fin de l'année 1992 en raison de l'atonie de la demande et des excédents de production de l'OPEP (amplifiés par le retour à pleine capacité du Koweït), l'érosion des cours du pétrole s'est brusquement aggravée au second semestre. Dans un contexte d'offre surabondante et de stocks importants, les marchés ont très fortement réagi à l'annonce d'un éventuel retour de l'Irak sur le marché en 1994 et, surtout, à l'augmentation de la production en mer du Nord alors que les exportations russes se maintenaient malgré la baisse continue de la production. Situés entre 17 et 19 \$/baril au premier

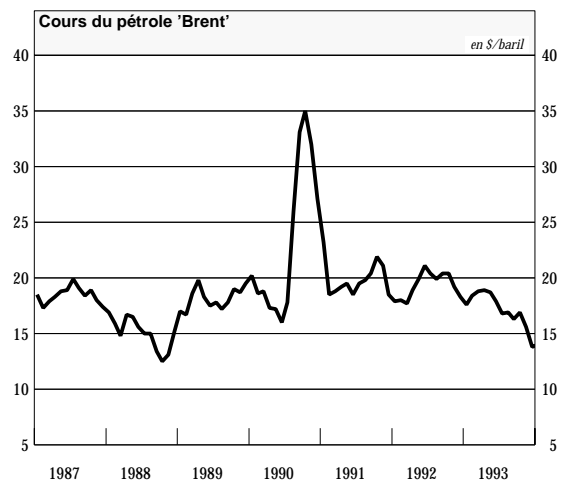
semestre, les cours du Brent n'ont alors cessé de se replier pour atteindre 13 \$ en fin d'année.

Sur l'ensemble de 1993 les cours s'établissent à 17,2 \$/baril, en repli de 11,3% par rapport à l'année précédente (19,4 \$/baril). Exprimé en monnaie nationale, le recul est plus faible pour les pays importateurs européens -dont la France- en raison du raffermissement du dollar. Le prix en francs de la tonne importée a ainsi baissé de 6,6% en moyenne annuelle (mais de 15% en glissement annuel).

Cette chute des prix est intervenue alors même que plusieurs pays de l'OPEP (Arabie Saoudite, Emirats Arabes Unis) avaient accepté, lors de leur conférence du 29 septembre, de geler provisoirement leur production, marquant ainsi une pause dans la recherche de gains de parts de marché qui prévalait jusqu'alors au sein du cartel. Le déséquilibre du marché nécessitait toutefois des réductions de production plus importantes. Confrontée à des producteurs non-OPEP qui ne voulaient pas s'engager dans une telle voie, l'OPEP a alors refusé de jouer seule le rôle de régulateur : cela l'aurait conduite à perdre des parts de marché, qui, pour la première fois depuis 1980, ont dépassé 39 %.



Même si son pouvoir de monopole s'accroît, l'OPEP n'a pu réguler les marchés compte tenu de l'atonie de la demande.



Compte des administrations publiques

En 1993, le déficit du budget de l'État a atteint 310 Mds de F, en deçà de l'estimation de 318 Mds de F établie par le nouveau gouvernement lors du collectif de milieu d'année. Ce résultat traduit la volonté de maîtrise des finances publiques après le dérapage constaté depuis la loi de Finances initiale qui prévoyait un déficit de 165 Mds. Compte tenu des déficits des organismes de sécurité sociale et des administrations publiques locales, le besoin de financement de l'ensemble des administrations publiques atteindrait près de 404 Mds, soit 5,7% du PIB (près du double du maximum fixé par le Traité de Maastricht pour l'entrée dans l'Union monétaire).

L'aggravation du déficit des organismes de sécurité sociale (77 Mds cette année) a conduit l'État à reprendre à son compte leur dette de 110 Mds auprès de la Caisse des Dépôts, qui sera remboursée sur 15 ans par le fonds de solidarité vieillesse. Ainsi, les prélèvements opérés sur les ménages ne seront-ils pas alourdis dans l'immédiat. Par ailleurs, les recettes tirées des privatisations ont été inscrites à hauteur de 18 Mds en recettes courantes du Budget.

Alors que le déficit du budget général s'alourdisait d'environ 150 Mds par rapport à la loi de Finances initiale, la charge de la dette négociable brute s'est accrue de 18 Mds pour s'établir

à 171,5 Mds. La charge nette, déduction faite des recettes de coupons courus, n'a progressé que de 2,6 Mds. Cette dérive assez modérée s'explique par trois facteurs : la baisse des taux d'intérêt intervenue au second semestre, les facilités de trésorerie issues de «l'emprunt Balladur» et les importantes recettes de coupons courus (23 Mds au lieu des 8 prévus) issues mécaniquement des émissions supplémentaires d'OAT et de BTAN. Le solde primaire du budget, avant paiement de la charge de la dette, représente plus de la moitié du déficit.

Hausse des impôts : 3,3%

Les impôts perçus par les administrations publiques ont augmenté de 3,3% en 1993, après 0,7% en 1992.

L'impôt sur le revenu a progressé légèrement en francs courants (1%) pour atteindre 310 Mds, ce qui correspond à une baisse en francs constants. Les impôts locaux poursuivraient leur croissance plus rapide, à un rythme proche de 10%. En 1993, la CSG a augmenté de 50% pour atteindre environ 60 Mds, du fait de l'instauration d'une deuxième tranche le 1er juillet. Au total, les impôts courants sur le revenu et le patrimoine payés par les

ménages ont augmenté de 6,2% en 1993. Parmi ces impôts, la part de l'impôt sur le revenu a reculé de 64,6% en 1992 à 61,3% en 1993.

L'impôt sur les sociétés, net de remboursements, a atteint 102 Mds en 1993. Son montant est resté quasiment stable par rapport à 1992, mais inférieur de 20% à celui de 1991. En revanche, la taxe professionnelle a poursuivi sa progression, au rythme d'environ 11%.

En 1993, la TIPP a rapporté 126 Mds de F, en progression de 7%. Cette évolution est due principalement à la hausse de 0,28 F par litre de carburant intervenue le 1er juillet. Contrairement aux deux années précédentes, les rentrées de TVA n'ont pas fléchi en fin d'année ; elles ont même dépassé les prévisions d'une dizaine de milliards pour atteindre 504 Mds (TVA budgétaire, nette des remboursements). Ce chiffre ne peut se comparer simplement aux 520 Mds collectés en 1992, car il est minoré par la réduction, puis la suppression, du décalage d'un mois (coût estimé à 9,5 Mds) et par les délais supplémentaires introduits lors de la mise en place des nouvelles procédures d'importations intra-communautaires (coût estimé à 7 Mds).

Comme les années précédentes, des prélèvements ont été opérés sur divers fonds inemployés pour environ 11 Mds en 1993, après 20 Mds en 1992. Ces prélèvements sont considérés comme des impôts en capital.

Enfin, les versements au profit de l'Union européenne se sont élevés à 75 Mds en 1993, inférieurs de 8 Mds aux prévisions de la LFI, mais supérieurs de 4 Mds aux versements de l'année précédente. ■

IMPÔTS REÇUS PAR LES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (1)

(taux d'évolution en %)

Moyennes annuelles						Niveaux (milliards de F)	Part dans le total des impôts (en %)		Moyennes trimestrielles			
1988	1989	1990	1991	1992	1993				1993	1993	1993	
								1er T	2ème T	3ème T	4ème T	
6,1	5,3	5,7	0,3	2,3	3,6	980,9	58,8	Impôts liés à la production :	-4,1	5,3	2,8	-2,0
8,4	7,6	5,2	2,6	1,9	-4,9	622,3	37,3	- TVA budgétaire brute	-14,2	15,9	1,5	-5,0
6,8	4,8	3,0	-0,5	1,0	-1,1	514,6	30,8	- TVA grevant les produits	-6,2	7,5	1,9	-4,9
12,4	1,3	-0,3	17,6	-2,4	-5,7	-47,3	-2,8	- TVA communautaire	39,4	0,6	1,7	-0,2
7,1	5,2	6,9	0,7	1,3	6,6	304,4	18,2	- Impôts sur les produits	-0,7	3,5	5,1	4,6
6,7	4,4	2,1	2,6	1,0	6,1	126,4	7,6	<i>dont TIPP</i>	1,1	1,9	4,8	3,3
-0,7	10,4	6,5	4,9	9,8	7,3	66,8	4,0	- Impôts sur les salaires	1,8	0,6	4,2	-5,5
6,9	3,6	14,1	7,5	4,8	10,4	135,2	8,1	- Autres impôts liés à la production	5,0	2,1	0,6	-3,0
3,0	6,9	5,8	9,0	-2,5	5,0	649,2	38,9	Impôts courants sur le revenu, le patrimoine et le capital :	8,2	-1,8	3,7	-0,9
11,6	11,6	4,2	-13,1	-24,0	1,1	95,4	5,7	- Impôts sur le bénéfice	7,0	-11,7	9,1	-19,2
12,5	13,4	0,9	-9,5	-30,4	-1,6	70,3	4,2	<i>dont: SQS non financières</i>	8,1	-12,8	4,0	-20,4
-0,6	5,9	8,1	24,5	4,6	6,7	378,7	22,7	- Impôts sur le revenu	4,3	0,6	5,2	6,3
2,5	4,8	3,5	2,6	-1,1	3,6	175,1	10,5	- Autres impôts sur le revenu et le patrimoine	17,5	-0,8	-2,1	-6,2
6,6	4,1	3,9	7,2	1,7	8,1	126,2	7,6	<i>dont taxes locales</i>	35,3	-1,0	-4,1	-11,9
19,1	5,4	17,4	62,0	14,5	-22,9	38,1	2,3	Impôts en capital	-71,4	1,1	80,4	-6,0
5,1	5,9	5,9	4,7	0,7	3,3	1668,2	100,0	Total des impôts	-3,6	2,4	4,4	-1,7

(1) Centrales, locales et de sécurité sociale, non compris les impôts perçus par l'Union européenne.

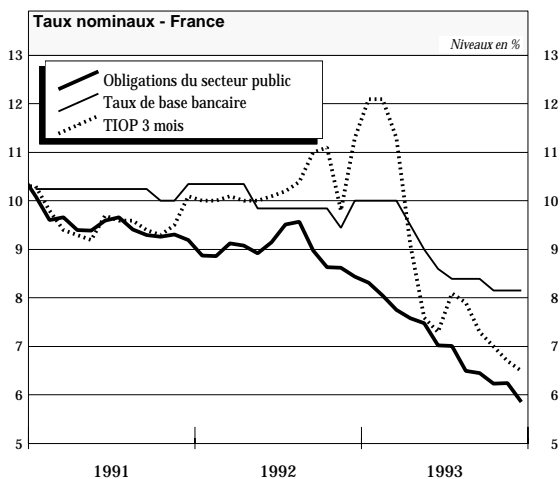
Financement de l'économie

L'année 1993 a été marquée par une sensible réduction de l'ensemble des taux d'intérêt et, corrélativement, par de fortes réallocation d'actifs financiers. Trois conséquences majeures en ont découlé : une baisse du coût du crédit pour les agents non financiers, une modification des canaux de financement de l'activité économique et une évolution de la masse monétaire très en-deçà des objectifs.

Une baisse importante des taux d'intérêt

Dans le contexte général de baisse des taux directeurs impulsée par les autorités monétaires, les taux du marché interbancaire ont diminué en 1993. Cette tendance a toutefois été interrompue par deux fois, lors des crises du SME en début d'année et en juillet. Au cours de ces deux périodes, on a pu ob-

Reflux général des taux d'intérêt en 1993.



server une remontée des taux sur le marché interbancaire, nettement atténuée sur les échéances les plus longues (ce qui traduisait le caractère temporaire de ces perturbations pour les opérateurs). La solution apportée à la crise de juillet (élargissement des bandes de fluctuation avec maintien des cours pivots) a permis une moindre volatilité des taux.

Entre décembre 1992 et décembre 1993, le taux des appels d'offre est passé de 9,10% à 6,20% et le taux des pensions de 5 à 10 jours de 10% à 7%. Sur le marché interbancaire, alors que le TIOP à trois mois s'établissait à 11,34% en décembre 1992, un an plus tard, il ressortait à 6,52%, soit une baisse de 4,8 points.

La réduction des taux de court terme s'est répercutée sur l'ensemble de la courbe des rendements, l'inflation anticipée étant demeurée modeste. Ainsi, les taux de long terme ont reflué, comme l'illustre l'évolution du taux du gisement (1) qui a perdu 2,39 points d'une année à l'autre à 5,71% contre 8,10% en décembre 1992.

La baisse des rendements a ainsi rendu plus attractifs les placements en actions. Ce phénomène de marché a été observé tout au long de l'année

et sur toutes les grandes places boursières européennes. Il a néanmoins revêtu une ampleur particulière en France, où l'indice CAC 40 a progressé d'environ 22% en glissement annuel.

Des financements moins coûteux

Dans la foulée de la baisse des taux de marché, les banques ont ajusté leurs taux débiteurs. D'une part, le taux de base bancaire a été abaissé à 8,15% en décembre 1993 contre 10% un an auparavant (dans la mesure où il s'agit d'une référence pour de nombreux crédits accordés (2), son évolution est moins heurtée que celles des différents TIOP). On observe d'autre part (cf enquête sur le coût du crédit de la Banque de France) une baisse des taux appliqués aux entreprises (entre 1,4 et 1,9 point selon la catégorie et le montant des prêts) et aux ménages (de 1,5 point pour les crédits immobiliers à 2,5 pour les prêts personnels de plus de 10 000 francs). Compte tenu de la stabilisation de l'inflation au cours de la période, les taux d'intérêt réels ont varié comme les taux nominaux.

Moins chers, les crédits ont cependant été moins nombreux, principalement en raison de la mollesse de la demande de financements, surtout celle des ménages, mais aussi celle ayant trait à l'investissement. Sur ces créneaux, la concurrence entre établissements a eu tendance à s'intensifier. En outre, leur rentabilité, en 1992 et au premier semestre 1993, a été très affectée par la nécessité de provisionner un risque domestique en

(1) Le gisement est constitué de l'ensemble des titres pouvant servir effectivement au dénouement des contrats sur l'emprunt notional du Matif.
(2) 37% des crédits distribués par les banques aux entreprises, 67,3% des crédits de trésorerie aux ménages et 8,1% des crédits immobiliers aux ménages étaient indexés sur le TBB en 1992.

augmentation sensible. Il en a résulté une sélectivité accrue en matière de crédits de trésorerie aux entreprises, mais aussi aux ménages. Les PME ont plus durement ressenti ce comportement prudent, comme en témoignent les résultats de l'enquête semestrielle sur les situations de trésoreries. Ainsi l'écart de taux pratiqués entre les entreprises de moins de 100 salariés et celles de plus de 500 a augmenté, quel que soit le type de crédit considéré, entre décembre 1992 et décembre 1993.

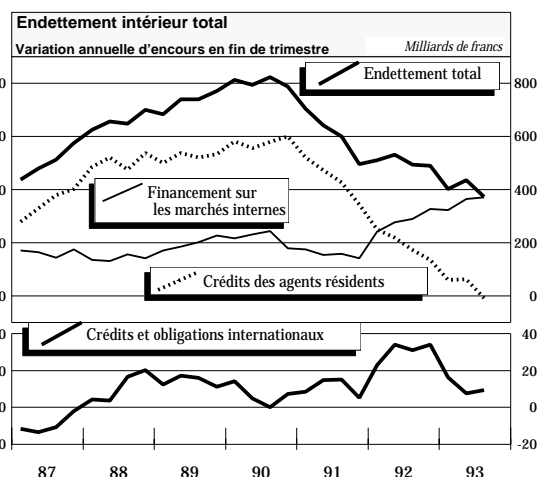
Une augmentation du financement de marché

L'EIT (cf encadré) se montait à 9 441 Mds de F en octobre 1993 soit approximativement 1,3 fois le PIB nominal. A cette même date, sa variation en glissement annuel se situait à

environ 4%, essentiellement du fait de la progression de la dette de l'État (+20,5% entre octobre 1992 et octobre 1993, avec une sollicitation importante du marché obligataire au moment du lancement du grand emprunt en juillet). En 1993, les émissions nettes d'obligations de l'État se sont élevées à 304 Mds de F contre 125,8 Mds de F en 1992.

L'encours de dettes des ménages s'est presque stabilisé entre octobre 1992 et octobre 1993 (+0,3%), traduisant la volonté de contrôle de leur situation financière qu'ils ont manifestée, tout au long de l'année, dans les enquêtes d'opinion de la Banque de France.

Les entreprises, peu enclines à investir alors que la demande est demeurée atone, se sont nettement désendettées (-1,8% entre octobre 1992 et octobre 1993), améliorant ainsi leur situation patrimoniale. Elles ont



La croissance de l'endettement intérieur total ralentit et recouvre une poursuite de la désintermédiation.

ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL DES AGENTS NON FINANCIERS RÉSIDENTS

Encours (mds F.)		Contributions à la progression annuelle de l'EIT (%)						
		Déc. 1990	Déc. 1991	Déc. 1992	Mars 1993	Juin 1993	Sept. 1993	Oct. 1993
9148,6	Endettement intérieur total	10,7	6,1	5,1	4,1	4,5	4,1	4,0
1950,0	État	2,1	1,3	2,7	3,9	4,6	4,9	4,6
2382,8	Ménages	2,1	0,6	0,1	0,3	0,3	0,0	0,1
3979,8	Sociétés (a)	6,1	3,4	1,9	0,2	-0,4	-0,9	-0,8
836,1	Autres (b)	0,4	0,8	0,4	-0,3	0,0	0,1	0,1
6522,3	Crédits des agents résidents (c)	8,1	4,2	1,1	0,3	0,4	-0,1	-0,6
143,1	État	0,4	0,1	-0,6	0,5	0,8	0,9	0,2
2382,8	Ménages	2,1	0,6	0,2	0,4	0,3	0,0	0,1
3195,3	Sociétés	5,1	2,7	1,1	-0,3	-0,7	-1,1	-1,0
801,1	Autres (b)	0,5	0,8	0,4	-0,3	0,0	0,1	0,1
2401,5	Financement sur les marchés internes (d)	2,5	1,8	3,7	3,6	4,0	4,1	4,5
886,3	Sur les marchés monétaires	0,8	0,1	2,0	2,0	2,2	0,8	0,9
714,7	État	0,4	0,1	1,8	1,9	2,3	0,9	0,9
171,6	Sociétés	0,4	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,0
1515,2	Sur les marchés obligataires	1,7	1,7	1,7	1,6	1,8	3,3	3,6
1072,5	État	1,2	1,2	1,5	1,5	1,7	3,2	3,4
407,7	Sociétés	0,5	0,5	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2
35,0	Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
224,8	Crédits et obligations internationaux	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1

Source : Banque de France.

(a) L'endettement extérieur du secteur privé non bancaire est assimilé à celui des sociétés.

(b) Obtenu par solde. Ce poste correspond pour l'essentiel à l'endettement des assurances et des APU hors État.

(c) Crédits accordés par les agents résidents aux agents non financiers résidents.

(d) Obtenus auprès des résidents et des non-résidents.

L'endettement intérieur total

L'EIT est le total de l'endettement des agents non financiers résidents (Etat compris), contracté soit auprès des établissements de crédit, résidents ou non, soit auprès des marchés financiers, intérieurs ou internationaux. Il s'agit donc d'une mesure d'encours qui regroupe l'ensemble des dettes quelque soit leur terme, à savoir :

- les crédits distribués par les établissements de crédit résidents ;
- les encours d'obligations, de titres participatifs et de titres du marché monétaire (billets de trésorerie, bons du Trésor) dont les émissions ont été effectuées par les agents économiques non financiers résidents ;
- les crédits obtenus par les résidents non financiers auprès des banques étrangères ;
- l'encours d'obligations et de titres de créances négociables émis par les résidents non financiers sur les marchés internationaux de capitaux.

canaux de distribution. Mesure d'encours, l'EIT autorise un calcul des flux nets (par différence entre deux situations), mais ne permet pas, à lui seul, de connaître les flux de nouveaux concours accordés.

Un concept plus large que le crédit interne

- Plus restrictif que l'EIT, le crédit interne représente la contrepartie essentielle de la masse monétaire M3, à savoir la distribution de financements aux agents économiques résidents (dont l'État) par les intermédiaires financiers résidents. Or, depuis 1980, l'importance croissante des placements et des financements effectués directement sur les marchés implique que l'analyse du financement de l'économie ne soit plus fondée sur la seule distribution intermédiée. Ainsi, la part des crédits accordés par les agents financiers est passée de 73,8% à 68,1% de 1988 à 1993, alors que les financements des intermédiés internes voyaient la leur augmenter de 23,8 à 29,5%. L'EIT permet de répondre à ce besoin d'analyse, en proposant une approche plus large, puisqu'il s'appuie sur la totalité du recours à l'endettement. Il fournit, de plus, des indications sur les substitutions qui peuvent s'opérer entre les différentes formes

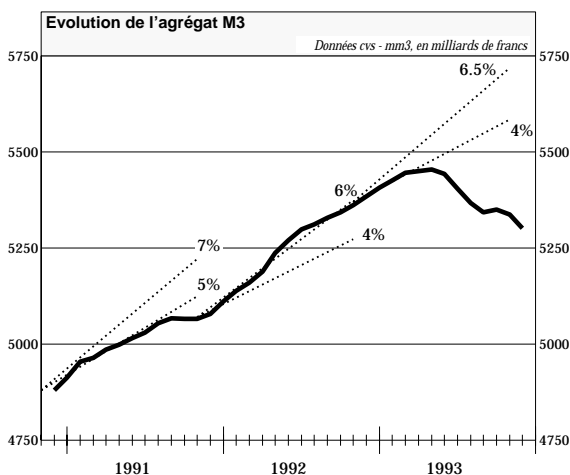
Part des différentes composantes de l'endettement intérieur total à la fin 1993

	(en %)				
	Etat	Ménages	Sociétés	Autres	Total
Crédits accordés par les agents financiers résidents aux agents non financiers résidents	2,6	25,4	32,2	7,9	68,1
Financements monétaires	8,3	-	2,0	-	10,3
Financements obligataires	14,5	-	4,4	0,3	19,2
Crédits et Obligations internationaux	-	-	-	-	2,4
Total					100,0

Source : BDF

Il exclut, en revanche, les actions qui ne constituent pas une dette. Calculé chaque mois, en francs courants, l'EIT est ventilé par grandes catégories d'agents et principaux

d'endettement. C'est pourquoi le Conseil de Politique Monétaire a décidé d'en faire un outil privilégié d'analyse.



sensiblement moins sollicité les établissements de crédits et le marché monétaire qu'en 1992, mais ont maintenu une certaine présence sur le marché obligataire qui offre des conditions attractives (il demeure cependant réservé aux plus grandes entreprises).

Une évolution de la masse monétaire en deçà des objectifs

La masse monétaire M3 a diminué de 1,6% entre les quatrième trimestres 1992 et 1993, alors que l'objectif de progression avait été fixé entre

4% et 6,5%. Cette évolution résulte de trois facteurs.

Tout d'abord l'économie est entrée en récession alors que l'hypothèse initialement retenue était une croissance du PIB (+2,6% en volume et +5,5% en nominal). En fait, le PIB en volume s'est contracté de 0,7% en 1993 (écart de l'ordre de 3,5 points avec l'hypothèse) et la progression des prix s'est établie à 2,1% (0,7 point de moins que ce qui était envisagé fin 1992).

En second lieu, les agents non financiers ont effectué des transferts d'actifs liquides vers des formes d'épargne plus stables, non recensées dans les agrégats de monnaie (ils y ont été incités par la moindre inversion de la

Taux longs - Taux courts

PEUT-ON ANTICIPER LA CROISSANCE À L'AIDE DE LA COURBE DES TAUX ?

L'analyse économétrique des données françaises ou américaines des dernières décennies montre qu'il existe une liaison forte entre, d'une part, l'écart des taux d'intérêt nominaux de court et long terme (sur emprunts d'État) et, d'autre part, la croissance de l'activité un an plus tard. Le cas des États-Unis en fournit une illustration significative : chacune des sept récessions identifiées par le National Bureau of Economic Research depuis 1955 y a été précédée d'une inversion (ou au moins d'un net aplatissement) de la courbe des taux.

Les taux d'intérêt contiendraient donc une information sur l'activité réelle future, ce que tend à confirmer leur utilisation dans la construction d'indicateurs avancés (par exemple, ceux de l'OCDE ou ceux proposés par Stock et Watson (1)). Cette information apparaît comme originale, c'est-à-dire non réductible à l'information incorporée dans les autres variables macroéconomiques permettant d'anticiper la croissance (les variables de prix par exemple).

La présence dans les taux d'intérêt d'une telle information sur la croissance future n'implique pas pour autant une relation de cause à effet. On peut en effet avancer au moins deux origines à la corrélation observée, qui sont liées aux comportements financiers et reposent toutes deux sur l'hypothèse d'un changement exogène des anticipations réelles.

La première explication repose sur l'*arbitrage* existant entre placements courts et longs et sur l'anticipation de la fonction de réaction des autorités monétaires. Si l'on suppose, par exemple, qu'à la suite d'un événement exogène, les intervenants du marché anticipent une récession, ils prévoieront alors de moindres tensions inflationnistes et un desserrement futur de la politique monétaire (baisses futures de taux courts). En vertu de l'arbitrage entre taux long présent et taux court à terme, cela conduira à une baisse immédiate des taux longs mais non des taux courts, qui restent liés à l'inflation et à l'activité présentes (sans compter l'objectif de défense de la parité). La courbe des rendements voit donc sa pente diminuer, voire devenir négative (courbe des taux dite "inversée").

La seconde explication repose sur les *choix de portefeuilles* constituant l'épargne de précaution d'agents averse au risque, (épargne destinée à lisser l'évolution de leur revenu). Si ceux-ci anticipent une récession, donc de moindres revenus, ils souhaiteront détenir des obligations longues, pour se garantir des versements fixes venant compenser les pertes anticipées sur ces revenus, ce qui relance la demande de produits obligataires et fait chuter les taux longs.

Dans les deux cas, une courbe des taux inversée traduit des anticipations de ralentissement de la croissance, voire de récession; par un argument symétrique, une courbe des taux pentue exprime des anticipations de croissance plus forte. Ainsi, si l'on avait effectué à la fin de 1992, période où la courbe des taux était encore nettement inversée, une prévision pour 1993 de la croissance du PIB marchand, on aurait anticipé une croissance très faible : de 0,1% à 0,6% suivant les hypothèses adoptées (2). Sans aller jusqu'à annoncer une véritable récession, une telle prévision s'avère relativement basse par rapport au consensus des conjoncturistes de l'époque, encore en faveur d'une croissance plus nettement positive pour 1993 (la Note de décembre 1992 de l'INSEE prévoyait un acquis de 0,5% en fin de premier semestre).

(1) "New indexes of coincident and leading indicators", NBER macroeconomic annual, 1989. Ces auteurs montrent qu'il existe d'autres écarts de taux d'intérêt incluant une information sur la croissance future : par exemple, l'écart des taux de rendement sur les "papiers commerciaux" avec ceux des bons du Trésor est corrélé à la probabilité de défaillance des entreprises et donc à l'activité anticipée.

(2) Source : Direction de la Prévision, Bureau des Opérations financières et INSEE, Département de la Conjoncture. Prévisions en moyenne annuelle. Dans le cas d'une prévision fondée uniquement sur les taux, l'équation estimée est :

$GL(t+4) = 0,34\% + 0,25 GL(t-1) + 0,16 S(t) + 0,30 (S(t-1) - S(t-2))$, où $GL(t)$ désigne la croissance trimestrielle du PIB marchand entre les trimestres $t-1$ et t , et $S(t)$ l'écart entre taux de rendement des obligations d'État et PIBOR à trois mois.

courbe des rendements entraînée par la baisse des taux d'intérêt de court terme). Ces réallocations ont eu pour effet de réduire l'agrégat monétaire M3, et, en contrepartie, de gonfler les agrégats de placements : +16,4% pour P1 (épargne contractuelle), +25% pour P2 (placements obligataires) et +22% pour P3 (placements en actions).

Enfin, le lancement du grand emprunt d'État, le démarrage du programme de privatisations, ainsi que le durcissement des dispositions fiscales sur les OPCVM, ont pesé sur les encours comptabilisés dans M3, atteignant ainsi un des objectifs recherchés : réduire l'encours d'OPCVM de court terme au profit de placements plus stables. La Banque de

France estime que la croissance de l'agrégat de référence aurait été de l'ordre de 1,4% en l'absence de ces diverses mesures, soit très proche de l'évolution du PIB nominal effectivement constatée. ■